

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

FELIPE DE FREITAS GONÇALVES

**O CICLO DE VIDA DAS FIRMAS E AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO
DE ADMINISTRAÇÃO AO REDOR DO MUNDO**

**VITÓRIA
2019**

FELIPE DE FREITAS GONÇALVES

**O CICLO DE VIDA DAS FIRMAS E AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO
DE ADMINISTRAÇÃO AO REDOR DO MUNDO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida.

**VITÓRIA
2019**

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de
Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

G635c Gonçalves, Felipe de Freitas, 1987-
O ciclo de vida das firmas e as características do conselho de
administração ao redor do mundo / Felipe de Freitas Gonçalves. -
2019.
96 f. : il.

Orientador: José Elias Feres de Almeida.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas.

1. Governança corporativa. 2. Mercado financeiro. 3.
Conselho de administradores. I. Almeida, José Elias Feres de.
II. Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

FELIPE DE FREITAS GONÇALVES

**“O CICLO DE VIDA DAS FIRMAS E ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
AO REDOR DO MUNDO”**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Vitória, 26 de abril de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA



Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida
Universidade Federal do Espírito Santo



Prof.ª Dr.ª Patricia Maria Bortolon
Universidade Federal do Espírito Santo



Prof. Dr. Gabriel Pereira Pündrich
Bocconi University

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é fruto de muita dedicação e esforço pessoais, mas que só foram possíveis graças a toda confiança, amor e auxílio recebidos pelas pessoas que me cercam. Ao longo de todo o período de estudos diversas pessoas passaram por meu caminho e tiveram sua importância, sendo, portanto, também parte desta conquista.

Primeiramente, agradeço a toda minha família pelo suporte e incentivo nas etapas mais complicadas. Sou muito grato também pela compreensão nos meus momentos de ausência, pois a caminhada foi longa e nem sempre pude estar presente, em razão dos estudos.

Sou muito grato também a todos os professores, que com seus ensinamentos me inspiraram a continuar aprendendo e a sempre buscar algo maior. Em especial, agradeço a meu orientador José Elias Feres de Almeida, pela paciência e grande contribuição em todo o processo de pesquisa.

Agradeço a minha noiva Maíra, pela sensibilidade nos momentos difíceis que passei e sempre retribuir com muito amor, estando sempre a meu lado.

E finalmente, enorme gratidão por todos amigos e colegas de mestrado que compartilharam boa parte das frustrações e alegrias vividas no curso e tornaram mais leve a caminhada durante esses anos de estudos.

RESUMO

Esta dissertação investiga como as estruturas de Governança Corporativa se adaptam aos estágios de ciclo de vida das empresas, no cenário internacional. Parte central do mecanismo de governança, o Conselho de Administração é responsável por solucionar os conflitos de interesse entre os agentes (gestores) e principais (acionistas), evidenciados por Jensen e Meckling (1976), evitando que interesses pessoais do gestor afetem o valor da firma. Entre os papéis do Conselho de Administração, estão o de monitorar a gestão e aconselhar os executivos, portanto entender sua dinâmica é fundamental para entender a própria firma. Filatotchev et al. (2006) sugerem que as firmas, no decorrer de sua existência, adaptam suas estruturas de governança de acordo com o estágio de ciclo de vida em que se encontram. Diante disto, o trabalho busca compreender estas relações, utilizando os conceitos de monitoramento, independência e tamanho do *board* para o entendimento do Conselho de Administração. Para o ciclo de vida, utilizou-se uma abordagem dinâmica, proposta por Dickinson (2011), em que os estágios de ciclo de vida são reflexos dos resultados dos fluxos de caixa operacionais, de financiamento e de investimento. Foram realizadas regressões em painel, logit e probit, para uma amostra, coletada pelo sistema da *Thomson Reuters Eikon*, composta de empresas de capital aberto da América do Norte e da União Europeia, entre os anos de 1992 e 2018, com um total de 22.563 observações. Os resultados mostraram que o monitoramento no estágio de maturidade é menor que nos outros estágios, mesmo que a independência seja maior. Além disto, o tamanho do conselho é maior na maturidade que no crescimento e no declínio, e possui relação positiva com o tamanho da própria firma.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Ciclo de Vida da Firma, monitoramento, independência do Conselho de Administração, tamanho do Conselho de Administração.

ABSTRACT

This master thesis investigates how Corporate Governance structures adapt to the life-cycle stages of companies, in the international scenario. Being a central piece of the governance mechanism, the Board of Directors is responsible for solving conflicts of interest between the agents (managers) and principals (shareholders) as evidenced by Jensen and Meckling (1976), preventing the manager's personal interests from affecting the value of firm. Among the roles of the Board of Directors are monitoring management and advising executives, so, understanding their dynamics is key to understand the firm itself. Filatotchev et al. (2006) suggest that firms, in the course of their existence, adapt their governance structures according to the stage of their life-cycle. Considering this, the work seeks to understand these relationships, using the concepts of monitoring, independence and board size for the understanding of the Board of Directors. For the life-cycle, the dynamic approach proposed by Dickinson (2011) was utilized, where life-cycle stages are a reflection of the results from operating, financing and investment cash flows. Panel, logit and probit regressions were done for a sample collected by the Thomson Reuters Eikon system of publicly traded companies from North America and the European Union between 1992 and 2018, with a total of 22,563 observations. The results showed that monitoring at the maturity stage is lower than at the other stages, even if independence is greater. In addition, the size of the board is larger in maturity than in growth and decline, and has a positive relation to the size of the firm itself.

Keywords: Corporate Governance, Corporate life-cycle, monitoring, board independence, board size.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Divisão dos diferentes modelos de estrutura de Governança nos países.....	16
-------------------	---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo dos autores e definições de ciclo de vida de seus estudos.....	22
Quadro 2 - Resumo das hipóteses e resultados esperados.....	29
Quadro 3 - Variáveis dependentes do modelo e suas definições.....	33

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição da amostra.....	30
Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo.....	35
Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em introdução.....	36
Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em crescimento.....	37
Tabela 5 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas maduras.....	38
Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em <i>shake-out</i>	39
Tabela 7 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em declínio.....	40
Tabela 8 - Setores da indústria.....	41
Tabela 9 - Matriz de correlação entre as variáveis do modelo.....	42
Tabela 10 - Estatísticas dos scores ESG de Governança nas diferentes amostras.....	43
Tabela 11 - Estatísticas dos scores ESG Combinado de Governança nas diferentes amostras.....	44
Tabela 12 - Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento.....	46
Tabela 13 - Resultado das regressões logísticas para a variável de monitoramento AUDITBODCOM e da regressão probit para a variável de monitoramento BODAV.....	48
Tabela 14 - Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência.....	51
Tabela 15 - Resultado das regressões logísticas para a variável de independência CEOCHAIRSEP e das regressões probit para a variável de independência INDEP.....	52
Tabela 16 - Resultado das regressões probit para as variáveis de independência.....	54
Tabela 17 - Resultado das regressões probit para a variável de independência.....	55
Tabela 18 - Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE.....	57
Tabela 19 - Resumo dos resultados encontrados.....	59
Tabela 20 - Estatísticas dos scores ESG e ESG Combinado de Governança nos diferentes sistemas.....	60
Tabela 21 - ANOVA: diferença de médias dos scores ESG nos diferentes sistemas legais.....	61

Tabela 22 - ANOVA: diferença de médias dos scores ESG Combinado nos diferentes sistemas legais.....	61
Tabela 23 - Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento.....	62
Tabela 24 - Resultado das regressões logísticas para a variável de monitoramento AUDITBODCOM e da regressão probit para a variável de monitoramento BODAV.....	63
Tabela 25 - Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência.....	64
Tabela 26 - Resultado das regressões logísticas para a variável de independência CEOCHAIRSEP e das regressões probit para a variável de independência INDEP.....	65
Tabela 27 - Resultado das regressões probit para as variáveis de independência.....	66
Tabela 28 - Resultado das regressões probit para a variável de independência.....	67
Tabela 29 - Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE.....	68

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANOVA – Análise de Variância

CAPEX – *Capital Expenditure*

CEO – *Chief Executive Officer*

ESG – *Environmental, Social and Governance*

EUA – Estados Unidos da América

GICS – *Global Industry Classification Standard*

IPO – *Initial Public Offering*

NASDAQ - *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

OECD – *Organisation for Economic Co-operation and Development*

RSE – Responsabilidade Social Empresarial

UE – União Europeia

VIF – *Variance Inflation Factor*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	14
2. REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES.....	21
2.1 Ciclo de Vida das Firmas.....	21
2.2 Governança Corporativa e o Conselho de Administração.....	23
2.3 Hipóteses.....	26
3. METODOLOGIA.....	30
3.1 População e Amostra.....	30
3.2 Modelo e Variáveis.....	31
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	42
4.1 Resultados para as características de monitoramento.....	45
4.2 Resultados para as características de independência.....	50
4.3 Resultados para as características de tamanho.....	56
4.4 Robustez.....	60
5. CONCLUSÕES.....	69
REFERÊNCIAS.....	71
APÊNDICE A - Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento nos EUA.....	76
APÊNDICE B - Resultado das regressões logística e probit para as variáveis de monitoramento nos EUA.....	77
APÊNDICE C - Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência nos EUA.....	78
APÊNDICE D - Resultado das regressões logísticas e probit para as variáveis de independência nos EUA.....	79
APÊNDICE E - Resultado das regressões probit para as variáveis de independência nos EUA.....	80
APÊNDICE F - Resultado das regressões probit para a variável de independência nos EUA.....	81
APÊNDICE G - Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE nos EUA.....	82
APÊNDICE H - Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento na UE.....	83

APÊNDICE I - Resultado das regressões logísticas e probit para as variáveis de monitoramento na UE.....	84
APÊNDICE J - Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência na UE.....	85
APÊNDICE K - Resultado das regressões logísticas e probit para as variáveis de independência na UE.....	86
APÊNDICE L - Resultado das regressões probit para as variáveis de independência na UE.....	87
APÊNDICE M - Resultado das regressões probit para a variável de independência na UE.....	88
APÊNDICE N - Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE na UE.....	89
APÊNDICE O - Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento.....	90
APÊNDICE P - Resultado das regressões em painel para as variáveis CEOBOD, CHAIREXCEO, CEOCHAIRSEP e NOMCOMINDEP	91
APÊNDICE Q - Resultado das regressões em painel para as variáveis INDEP, NONEXBOD, STRINDEP e BODSIZE.....	92
APÊNDICE R – Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema inglês.....	93
APÊNDICE S - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema francês.....	94
APÊNDICE T - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema germânico.....	95
APÊNDICE U - Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema escandinavo.....	96

1 INTRODUÇÃO

Na literatura de Governança Corporativa diversos fatores foram estudados — dentre eles o tamanho da empresa, sua complexidade, oportunidade de crescimento, endividamento, características do país, dentre outros — buscando compreender a sua relação com as características do sistema de governança, em especial, do Conselho de Administração (Doidge, Karolyi, e Stulz, 2007; Coles, Daniel, e Naveen, 2008; Lehn, Patro, e Zhao, 2009; Ferreira, Ferreira, e Raposo, 2011; Assunção, De Luca, e Vasconcelos, 2017). Dentro do tema, a compreensão sobre como o ciclo de vida da firma afeta sua estrutura de Governança Corporativa vem ganhando importância. A literatura conta com estudos teóricos (Lynall, Golden, e Hillman, 2003; Filatotchev, Toms, e Wright, 2006; Bonn e Pettigrew, 2009; Perrault e McHugh, 2015) e empíricos (Harjoto e Jo, 2009; O'Connor e Byrne, 2015; Al-Hadi, Hasan, e Habib, 2016; Habib, Bhuiyan, e Hasan, 2018; O'Connor e Esqueda, 2018; Li e Zhang, 2018) que estudaram estas relações e encontraram evidências da influência do ciclo de vida sobre aspectos das estruturas de Governança Corporativa.

Diferentemente dos estudos anteriores, a presente pesquisa utiliza a abordagem dinâmica do ciclo de vida proposta Dickinson (2011), que permite classificar de maneira objetiva cada estágio do ciclo de vida de uma firma pela combinação dos sinais dos seus fluxos de caixa operacional, de financiamento e de investimento. Além disso, este estudo também considera uma ampla análise utilizando-se de uma amostra com diversos países entre 1992 e 2018. Isto permite avaliar e compreender a maneira como a estrutura de Governança Corporativa das empresas, principalmente o Conselho de Administração, se adapta ao longo do tempo em cada estágio do ciclo de vida.

A Governança Corporativa tem sua origem associada à tentativa de solucionar os problemas observados pela Teoria da Agência, discutida por trabalhos como o de Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). O termo se refere a mecanismos importantes para a solução dos conflitos observados pela teoria, a partir de ações que alinhem os interesses das partes envolvidas, acima de tudo, buscando garantir àqueles que financiam as corporações, o retorno de seu investimento (Shleifer e Vishny, 1997).

O conjunto de mecanismos, tanto internos quanto externos, busca a redução dos prejuízos decorrentes dos conflitos de interesse entre aqueles que aplicam recursos nas companhias e aqueles que controlam os recursos da companhia (Silveira, 2004). Dentre os mecanismos internos de Governança tem-se o Conselho de Administração, a estrutura de propriedade e controle e a remuneração dos executivos. Já os mecanismos externos incluem: a existência de mercado competitivo, existência de mercado de aquisições hostis, obrigatoriedade de divulgação de relatórios periódicos sobre a companhia, controle pelo mercado de capitais, dentre outros.

Como parte desse conjunto de mecanismos internos, o Conselho de Administração tem responsabilidade essencial sobre o funcionamento da firma, tanto tomando as decisões sobre a contratação, demissão e remuneração do CEO, como fornecendo conselhos sobre os rumos da empresa (Jensen, 1993). Por representar uma importante ferramenta no mecanismo de Governança Corporativa, o entendimento da dinâmica e estrutura do Conselho de Administração se torna fundamental para a compreensão sobre o funcionamento da própria firma.

É importante notar que, ao redor do mundo, seja por lei ou tradição, algumas diferentes estruturas de Governança podem ser encontradas (Belot, Ginglinger, Slovin, e Sushka, 2014). Brasil e Estados Unidos, por exemplo, divergem no modelo adotado. Enquanto nos Estados Unidos o modelo de estrutura de Governança Corporativa utilizado é conhecido como *one-tier*, em que há apenas o Conselho de Administração, no Brasil há a opção de escolha entre os chamados *one-tier* ou *two-tier*, neste último coexistindo os Conselhos de Administração e o Conselho Fiscal, com suas diferentes funções. Há ainda dois outros modelos adotados por diferentes países, sendo em um deles obrigatória a estrutura *two-tier* e no outro faz-se a adoção de um sistema híbrido diferenciado. Nesta pesquisa a amostra é composta por empresas da América do Norte e dos países pertencentes à União Europeia até o ano de 2018. Logo, há na amostra firmas regidas por todos os modelos citados. Ainda assim, por mais que existam esses diferentes modelos com distintas estruturas entre os países ou dentro de um mesmo país, os estágios de ciclo de vida podem ser responsáveis pela forma como os Conselhos de Administração se desenham, com diferentes atributos dos indivíduos — sua formação, expertise — e na sua

capacidade de proteger os acionistas — por meio de mais ou menos membros independentes.

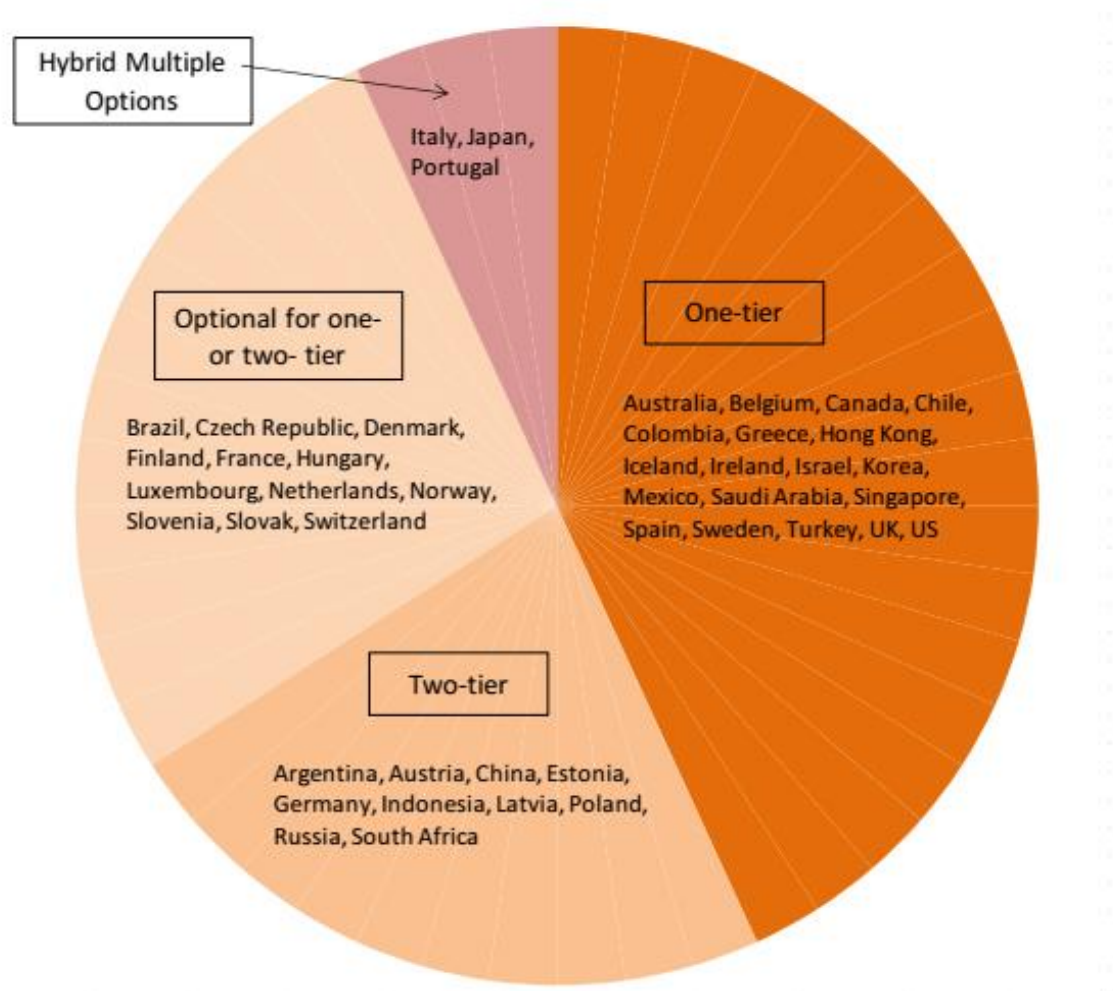


Figura 1. Divisão dos diferentes modelos de estrutura de Governança nos países

Fonte: *OECD Corporate Governance Factbook* - 2017

No decorrer do desenvolvimento da firma, as estruturas de governança, assim como a própria firma, se adaptam diante das mudanças de contextos e de processos, provenientes de novos desafios competitivos e necessidade de respostas estratégicas (Pye e Pettigrew, 2005; Filatotchev et al., 2006). Em determinados casos, como mostram os trabalhos de Guest (2008), Doidge et al. (2007) e Cosset, Somé, e Valéry (2016) as mudanças nas estruturas de governança podem ser em razão do país, de acordo com seu nível de desenvolvimento e suas leis. As variações nas estruturas de governança podem também

ser resultado de características da própria firma em alguns casos, como apontam Baldenius, Melumad, e Meng (2013), Ferreira et al. (2011) e Linck, Netter, e Yang (2008).

Estudos teóricos argumentam que as mudanças nas estruturas de Governança são reflexos da trajetória nos estágios de ciclo de vida das empresas (Lynall, Golden, e Hillman, 2003; Filatotchev, Toms, e Wright, 2006; Bonn e Pettigrew, 2009; Perrault e McHugh, 2015). As firmas, diante de diferentes pressões e necessidades do mercado de acordo com seu estágio de ciclo de vida, reagem, afetando diretamente as características do Conselho de Administração.

Este estudo considera, portanto, que as características do Conselho de Administração se adaptam perante as alterações das operações e práticas das firmas assim como das mudanças dos estágios de ciclo de vida, que demandam diferentes atributos como resposta aos desafios enfrentados.

Os trabalhos de Anthony e Ramesh (1992) e Dickinson (2011) mostram como os estágios do ciclo de vida afetam, por exemplo, o desempenho e os fluxos de caixa dentro de uma empresa. Diante disto, a capacidade de geração de caixa pode influenciar diretamente em decisões que alterem os sistemas de governança. Assim, em um cenário de declínio, por exemplo, a empresa pode diminuir o tamanho do *board* (Li e Zhang, 2018) ou formar um Conselho menos preocupado em ser independente e em monitorar, mas eficaz em aconselhar e buscar recursos (Habib, Bhuiyan, e Hasan, 2018).

Uma das barreiras para os pesquisadores é que grande parte dos dados de governança acessíveis são apenas de empresas de capital aberto e alguns dos mecanismos de medida de governança, como o índice de Black, Love, e Rachinsky (2006), não acompanham a evolução da empresa por seu ciclo de vida (Jacksén e Pettersen, 2012; O'Connor e Byrne, 2015). O'Connor e Byrne (2015) também reconhecem a dificuldade de pesquisadores realizarem estudos que considerem não só as companhias maduras, mas empresas que caminhem pelos diferentes estágios. Em seu trabalho, os autores utilizaram uma amostra com companhias de países emergentes para concluir que firmas mais maduras tendem a ter melhores práticas de governança, ainda que as mais jovens sejam mais transparentes

e responsáveis. Filatotchev et al. (2006) discutem em seu trabalho que o foco de estudos prévios se dá em torno das grandes companhias com uma perspectiva estática da teoria do agente e principal, mas os autores entendem que não há um padrão de governança que seja seguido, e sim uma adaptação de parâmetros de governança adotados na medida em que a companhia transita de um estágio para outro.

Tradicionalmente, o ciclo de vida das empresas é tratado como linear, por exemplo pela idade, partindo de um estágio de introdução para seguir a um estágio de crescimento, maturidade e declínio eventualmente. Trabalhos como o de Jovanovic (1982) sugerem que isso não é bem verdade, uma vez que firmas mais jovens tem alta probabilidade de falência. Em sua pesquisa, Dickinson (2011) trata do ciclo de vida das firmas na abordagem chamada ‘orgânica’, que difere da abordagem mais tradicional e amplamente utilizada em outros trabalhos. A autora sugere um sistema mais dinâmico, onde a empresa pode transitar entre estágios de forma não linear, podendo, por exemplo, sair de um estágio de maturidade para o de introdução, dependendo da estratégia da firma ou de mudanças no ambiente em que ela está inserida. Um bom exemplo pode ser encontrado no trabalho de Perrault e McHugh (2015), que mostram o caso da empresa norte-americana Pixelworks. Fundada em 1997, ela realiza sua entrada na bolsa de valores NASDAQ nos anos 2000, entrando em crescimento, porém chegando ao declínio em poucos anos sem nunca ter atingido a maturidade.

Uma importante parte da crítica à abordagem tradicional se dá pela forma como as classificações dos estágios do ciclo de vida são feitas, baseando-se em dados como o crescimento de vendas, lucros retidos, dividendos e idade da firma. Estas métricas, pela teoria econômica, possuem uma relação não linear com os estágios de ciclo de vida. Assim, o uso destas informações econômicas como parâmetro de indicação do estágio de ciclo de vida das empresas é criticado por Dickinson (2011). Por outro lado, as informações dos fluxos de caixa de operações, financiamentos e investimentos, sugeridas pela autora, são sensíveis às mudanças vindas tanto de transformações do ambiente quanto de estratégia da firma, capturando as alterações nos sistemas de Governança Corporativa de forma dinâmica, com maior qualidade que modelos lineares que utilizam variáveis como tamanho, idade, receita, dividendos, etc.

Em um trabalho que revisa a literatura existente de ciclo de vida, Habib e Hasan (2018) discutem os achados mais importantes, inclusive sobre a perspectiva da Governança Corporativa, e concluem que mais estudos são necessários no tocante aos efeitos dos estágios de ciclo de vida sobre a governança e suas estruturas.

Boa parte dos trabalhos empíricos que abordam a Governança Corporativa a partir do ciclo de vida utilizam-se de teorias de ciclo de vida que classificam os estágios baseados na idade da firma, crescimento de vendas e dividendos pagos (Harjoto e Jo, 2009; O'Connor e Byrne, 2015; Al-Hadi, Hasan, e Habib, 2016; Li e Zhang, 2018). Outros se limitam a um grupo específico de empresas — somente empresas brasileiras, como no caso de O'Connor e Esqueda (2018) — e por um período muito curto de tempo, como o trabalho de Habib et al. (2018).

Diante disto e a partir do que foi discutido, esta pesquisa traz a seguinte questão:

Qual o efeito dos ciclos de vida das firmas nas características do Conselho de Administração ao redor do mundo?

Assim, no intuito de ampliar a literatura existente sobre o tema, esta pesquisa busca compreender como as estruturas de Governança Corporativa, ao redor do mundo, se adaptam aos estágios de ciclo de vida das firmas, a partir de uma abordagem dinâmica dos ciclos.

Essas diferentes estruturas de governança podem ser uma forma da companhia sinalizar ao mercado que ela esteja preparada para os desafios subsequentes, demonstrando legitimidade para potenciais investidores, assim como Certo (2003) que sugere que aconteça com as firmas em que realizam IPO (abertura de capital).

Para realização do estudo, são definidos conceitos a partir da alocação de algumas características dos Conselhos de Administração. Foram feitas escolhas ad hoc buscando unir, em conceitos mais amplos, alguns atributos importantes dos Conselhos, resultando nos seguintes grupos: características de monitoramento, de independência e de tamanho. O capítulo 3 deste trabalho traz com mais detalhes as características escolhidas para cada

grupo de conceitos. A análise será a partir de uma amostra composta por empresas da América do Norte (Canadá, Estados Unidos e México) e da União Europeia, entre os anos 1992 e 2018.

Estudos anteriores sobre o tema (Coles et al., 2008; Lehn et al., 2009; Ferreira et al., 2011; Field, Lowry, e Mkrtchyan, 2013) por não controlarem pelo estágio do ciclo de vida da empresa, consideraram apenas mudanças na estrutura de Governança Corporativa como reações a fatores externos, não levando em consideração reações a demandas internas consequentes do momento do ciclo em que a firma se encontra. Perrault e McHugh (2015), que em seu trabalho constroem uma relação teórica entre a teoria do ciclo de vida das empresas e a evolução do Conselho de Administração, argumentam que as características do Conselho mudam, nos diferentes estágios da firma, para legitimar uma “resposta” da empresa ao ambiente dinâmico em que ela está inserida. Esta visão vai ao encontro da abordagem ‘orgânica’ de Dickinson (2011), da qual os autores reconhecem que ainda foi pouco explorada pela literatura.

Portanto, este trabalho colabora com a ampliação da literatura e maior compreensão sobre achados de estudos anteriores, em especial para os resultados empíricos, evidenciando o comportamento da estrutura de governança diante das mudanças enfrentadas pelas empresas ao longo de seu ciclo de vida. De maneira geral, além de estender a literatura sobre o tema, este estudo contribui para que os usuários das informações corporativas, diante dos dados encontrados, possam tomar melhores decisões a partir do entendimento da relação entre a situação da firma e sua governança. Com base nos resultados obtidos, investidores podem ter compreensão dos momentos em que as corporações apresentam maior fragilidade nos seus processos de governança, permitindo que eles atuem junto à gestão das companhias buscando reduzir os problemas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 Ciclo de vida das firmas

Há na literatura, um conjunto de diferentes abordagens referentes ao ciclo de vida das empresas. Dentre elas, distintas definições, nomenclaturas e quantidade de estágios podem ser encontrados. Ainda assim, é possível dizer que a teoria do ciclo de vida conta com uma ideia básica sobre o ciclo de vida de uma firma: a de que essas transitam entre estágios iniciais, a maturidade e estágios finais (Jacksén e Pettersen, 2012).

Diversos trabalhos anteriores abordaram os ciclos de vida das empresas nos mais variados campos de estudo, como a contabilidade, controle gerencial, finanças e outros ramos (DeAngelo, DeAngelo, e Stulz, 2006; Moores e Yuen, 2001; Maksimovic e Phillips, 2008; Filatotchev et al., 2006), aplicando a teoria do ciclo de vida a sua área de pesquisa.

Em seu trabalho, Jacksén e Pettersen (2012) mencionam estudos, como os de Miller e Friesen (1984), Anthony e Ramesh (1992), Moores e Yuen (2001), De Angelo et al. (2006), Yan e Zhao (2010) e Dickinson (2011), que desenvolveram diferentes modelos buscando identificar os estágios de ciclo de vida das firmas a partir de um conjunto de variáveis. Cada modelo utiliza-se de distintos elementos como dados contábeis e financeiros, dados da estrutura e organização da firma e outros indicadores. De maneira geral e resumida, os trabalhos trazem as definições reportadas no quadro 1.

Os estágios por quais as firmas transitam em seu ciclo de vida são fases distintas, resultantes de mudanças tanto internas (estratégia, decisões gerenciais), quanto externas (competição, fatores macroeconômicos) na companhia. Em muitos casos, a própria firma toma ações que levam a esses diferentes estágios (Dickinson, 2011). Assim, estudar os efeitos nas estruturas de governança tomando como relevante somente as reações a crises externas, é uma limitação ao entendimento dessa relação.

Tem-se, por exemplo, o trabalho de Anthony e Ramesh (1999) que buscou demonstrar a importância do estágio do ciclo de vida da empresa como fator explicativo para desempenho. O estudo se baseou em dados como vendas, dividendos e idade da firma

para realizar a definição dos estágios de ciclo de vida. Esta classificação com base em variáveis isoladas, entretanto, limita o poder do modelo (Dickinson, 2011).

Quadro 1

Resumo dos autores e definições de ciclo de vida de seus estudos

Trabalhos	Elementos utilizados	Definições do ciclo de vida
Miller e Friesen (1984)	Variáveis relacionadas com a situação, organização e estrutura da firma	5 estágios: nascimento, crescimento, maturidade, renascimento e declínio
Anthony e Ramesh (1992)	Crescimento de vendas, dividendos pagos, CAPEX/valor de mercado e idade da firma	5 estágios: crescimento, crescimento/maturidade, maturidade, maturidade/estagnação, estagnação
Moore e Yuen (2001)	Variáveis de estratégia, liderança, tomada de decisão e estrutura	5 estágios: nascimento, crescimento, maturidade, renascimento e declínio
DeAngelo et al. (2006)	Fator entre lucros retidos e patrimônio líquido total	Estágio inicial e estágio final
Yan e Zhao (2010)	Crescimento de vendas ajustado, dividendos e idade da firma	4 estágios: crescimento, maturidade, declínio e renascimento
Dickinson (2011)	Fluxos de caixa operacional, de investimento e de financiamento	5 estágios: introdução, crescimento, maturidade, <i>shake-out</i> , declínio

O estudo de Dickinson (2011), diferentemente dos outros estudos listados, propõe superar limitações, ao utilizar a combinação dos sinais dos fluxos de caixa operacional, de investimentos e de financiamento para caracterização do estágio de ciclo de vida da firma. Seu modelo se baseou no trabalho de Gort e Klepper (1982), com cinco diferentes estágios: introdução, crescimento, maturidade, *shake-out* e declínio.

O olhar de Dickinson (2011) para o ciclo de vida como algo mais dinâmico, numa abordagem dita ‘orgânica’, permitiu um novo caminho para pesquisas dentro do tema. Uma companhia que transita de um estágio para outro gera mudanças significativas em suas operações e captações de recursos, certamente refletidas em seus fluxos de caixa. Portanto, a classificação trazida pela autora pode melhorar a captura das mudanças realizadas nas estruturas de Governança Corporativa.

A importância dos estágios de ciclo de vida das firmas para o entendimento das tomadas de decisões e dinâmica de crescimento das companhias pode ser observada no trabalho de Vorst e Yohn (2018). O estudo mostrou que a previsão de crescimento e rentabilidade de modelos baseados no ciclo de vida da firma foram mais precisos que previsões por modelos com base em setor específico. Diante disto, fica mais clara a necessidade de acrescentarmos aos modelos de pesquisas as variáveis de estágios de ciclo de vida, já que eles agregam mais informação junto aos dados contábeis e financeiros tradicionais.

Torna-se relevante, então, uma análise da Governança Corporativa a partir da teoria do ciclo de vida da firma, especialmente baseada na visão dinâmica proposta por Dickinson (2011). Dentro deste contexto, Perrault e McHugh (2015) trazem um trabalho conceitual em que formulam uma teoria dinâmica da evolução do Conselho de Administração, baseado nas estratégias das firmas, integrando os conceitos dos estágios do ciclo de vida com as estruturas de governança. O estudo se utiliza das quatro características do conselho mais estudadas – tamanho, independência, estrutura de controle e diversidade – para examinar o comportamento das firmas com relação ao seu conselho frente aos desafios decorrentes das mudanças de estágios. Tem-se, assim, um amparo teórico para o estudo da estrutura de governança baseada em uma visão dinâmica do ciclo de vida das empresas.

2.2 Governança Corporativa e o Conselho de Administração

A partir do evidenciado pelo trabalho de Jensen e Meckling (1976), os mecanismos de Governança Corporativa se tornam vitais para a solução do conflito de interesses entre agentes (gestores) e principais (acionistas). O objetivo primordial de maximização de

lucros da firma em vários momentos pode esbarrar com interesses pessoais do gestor, que terá que tomar decisões importantes que impactam no valor da companhia.

Uma importante peça deste mecanismo de Governança Corporativa é o Conselho de Administração, que com seus diferentes papéis pode reduzir os riscos aos investidores, alinhando os interesses dos agentes e principais. Parte de suas atribuições é delegada a comitês que vão definir e monitorar a remuneração dos executivos e a qualidade dos relatórios financeiros divulgados, por exemplo. O processo de nomeação desses comitês é realizado normalmente em uma reunião anual da organização. Sendo assim, a qualidade do monitoramento do Conselho passa necessariamente pela qualidade do Conselho em si, uma vez que esses irão montar e indicar os membros dos comitês (Vafeas, 1999b).

Esse funcionamento pode variar um pouco conforme o modelo de governança de cada país. Como pode ser visto no documento de 2017 publicado pela OCDE¹ (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) Estados Unidos, Hong Kong, Inglaterra, Austrália e Chile, por exemplo, utilizam o sistema *one-tier* em que existe apenas um Conselho. Outros países como Argentina, Alemanha, China e África do Sul optam pelo sistema *two-tier*, do qual dispõe de dois Conselhos, sendo um de administração e outro de supervisão. Ainda existem países onde é opcional a escolha entre um ou dois conselhos, como o Brasil, Dinamarca, Noruega e Suíça. Itália, Portugal e Japão possuem um sistema híbrido ainda provido de um órgão estatutário adicional especialmente para fins de auditoria.

Jungmann (2006) em seu trabalho, com empresas da Inglaterra e da Alemanha, pontua algumas vantagens e desvantagens dos modelos *one-tier* e *two-tier*, frisando que o modelo com apenas um conselho favorece o fluxo de informação, uma vez que as decisões estratégicas e monitoramento ocorrerão dentro de um mesmo conselho onde estão todos os diretores. Por outro lado, a tomada de decisões e monitoramento das decisões tomadas serão realizadas pelo mesmo corpo diretivo, podendo gerar um dilema para alguns diretores que terão que monitorar seus colegas do conselho. O autor conclui que ambos os sistemas são efetivos no controle e não há como apontar superioridade entre eles.

¹ OECD *Corporate Governance Factbook* 2017

A função de monitorar, típica do Conselho de Administração, pode ser realizada em maior ou menor qualidade, dependendo de vários fatores que interferem neste sentido. Se um membro do Conselho participa de diversos outros *boards*, por exemplo, seu dever de monitorar é prejudicado, piorando a governança da firma, como apontam os trabalhos de Ferris, Jagannathan, e Pritchard (2003), e Fich e Shivdasani (2006). Já a existência de um comitê de auditoria, por exemplo, auxilia o Conselho de Administração em seu papel de revisar os relatórios financeiros e controlar os processos contábeis (Klein, 2002). Portanto, estas atividades também são importantes para melhorar o monitoramento. Vafeas (1999a) mostra também evidências de que após o aumento do número de reuniões do conselho, aumenta-se a performance operacional da firma. Enfim, estes elementos podem ser termômetros interessantes do desempenho do monitoramento da firma.

Outra função de extrema importância atrelada ao Conselho de Administração é a de aconselhamento. Como afirmam Adams e Ferreira (2007), a função de aconselhar é fundamental tanto para os casos onde o sistema de governança é do modelo *one-tier*, como para os casos onde o modelo adotado é *two-tier*, ainda que neste último haja uma divisão formal entre um *board* para gestão e um para supervisão. Os autores mostram também que os CEO passam por um dilema em relação à quantidade de informação revelada ao *board*, pois, se mantêm os membros do Conselho bem informados, recebem melhores conselhos, mas são monitorados mais intensamente. Como membros independentes não possuem vínculos com a organização, estes possuem incentivos a aumentar o monitoramento se comparados aos não independentes, podendo, portanto, diminuir a capacidade de aconselhar do Conselho de Administração. Assim, acionistas podem preferir eleger menos membros independentes para encorajar a administração a divulgar mais informações.

Existe, portanto, um conflito entre as funções de monitoramento e de aconselhamento, em que o aumento de um pode levar a uma queda do outro e vice-versa, como evidenciam Faleye, Hoitash, e Hoitash (2011).

Nesta pesquisa, o conceito de monitoramento foi criado a partir de elementos, discutidos acima e que serão apresentados com mais detalhes na metodologia, que comprovadamente o impactam. Separadamente, foi utilizado o conceito de

independência, que também impacta sobre o papel de monitoramento — e de aconselhamento —, mas que será analisado à parte. Este conceito foi criado a partir de características diretamente relacionadas com a independência do *board*. O último conceito abordado no estudo é o de tamanho do *board*, que também possui relação com o papel de monitoramento, mas será tratado de maneira individual, como em muitos outros trabalhos (Raheja, 2005; Harris e Raviv, 2006; Boone, Field, Karpoff, e Raheja, 2007; Guest, 2009).

2.3 Hipóteses

O trabalho de Filatotchev et al. (2006), analisando as relações da Governança Corporativa e o ciclo de vida da firma aliados ao ambiente no qual estão inseridas, constrói o argumento de que as atividades de monitoramento do Conselho se tornam maiores e a principal função de governança nas firmas que atingem a maturidade. Entretanto, sua visão de estágio de ciclo de vida é linear e baseada em quatro padrões de limiares entre os estágios (fundação/IPO, IPO/maturidade, maturidade/declínio, reinvenção) ignorando o fato de que uma empresa pode saltar entre os estágios teoricamente não subsequentes.

Resultados de um estudo com empresas suecas (Jacksén e Pettersen, 2012) mostraram que a quantidade de reuniões do Conselho das empresas maduras era menor que as na fase de introdução. Além das mudanças na estrutura de governança consequentes de crises no ambiente externo previstas por Jensen (1993), Vafeas (1999a), e Filatotchev et al. (2006), este estudo sugere que suas demandas internas possam ser causadoras dessas alterações. Uma companhia no estágio de maturidade, por exemplo, por dispor de uma estabilidade maior em seu fluxo de caixa, pode diminuir o número de reuniões do Conselho, ao contrário do que tradicionalmente se espera. E ainda, companhias nos estágios de introdução, crescimento, *shake-out* e declínio podem demandar mais reuniões para responder às questões internas e de transformações do ambiente que as permeiam.

Com a intenção de elucidar as questões acima, esta pesquisa realiza o teste da primeira hipótese:

H₁: As características de monitoramento do Conselho de Administração são mais frágeis nas firmas que se encontram no estágio de maturidade do que aquelas que se encontram nos estágios de introdução, crescimento, *shake-out* e declínio.

As características individuais de governança variam com o decorrer da vida da empresa, se adequando à realidade na qual ela está envolvida e às demandas internas fundamentais para sua sobrevivência. A independência do Conselho é uma dessas características, sendo importante e normalmente observada por financiadores externos, ainda que haja resultados conflitantes nos trabalhos que analisam a importância de diretores externos para a proteção dos interesses dos acionistas. Byrd e Hickman (1992), Brickley, Coles, e Terry (1994), e Cotter, Shivdasani, e Zenner (1997), por exemplo, encontram evidências de que membros externos, independentes da influência dos administradores, ajudam nos interesses dos investidores, enquanto os trabalhos de Agrawal e Knoeber (1996), e Vafeas e Theodorou (1998) não encontram evidências dessa relação. Apesar disso, entender como cada estágio de ciclo de vida influencia o nível de independência do *board* é importante para se compreender o processo de adaptação das estruturas de governança aos estágios pelos quais a empresa passa.

Lynall, Golden, e Hillman (2003) argumentam que a composição do Conselho tende a ser estática, inerte, nos estágios iniciais da firma. Isto porque as empresas criam sistemas coerentes e padronizados de políticas e ações. Grandes mudanças no Conselho poderiam indicar falta de efetividade dos membros para o público, sinalizando algo ruim para o mercado. As firmas tenderiam, então, a não provocar grandes mudanças nos membros do Conselho até que fosse necessário. Entretanto, com seu crescimento, novas demandas surgem na busca de legitimidade e, especialmente, monitoramento das atividades. Assim, a busca por maior monitoramento através da independência dos membros do *board* se faz justificado. Neste sentido, o trabalho de Perrault e McHugh (2015) propõe que a independência do Conselho de Administração cresça proporcionalmente ao crescimento da empresa ao longo de seu ciclo de vida. Isto porque as companhias em seu estágio de introdução ainda se beneficiam do fato de ter membros mais familiares aos negócios, mas com o passar do tempo, na busca por legitimidade, cresce a necessidade de independência.

O Conselho de Administração, em sua dinâmica de mudanças, se adapta às demandas internas. Como o amadurecimento da empresa costuma diminuir o papel estratégico do Conselho e valorizar o seu papel de monitoramento, companhias em fase de expansão e maturidade buscam o aspecto de independência do Conselho para torná-la atrativa para investidores externos e passar segurança aos acionistas (O'Connor e Byrne, 2015). Sendo assim, este estudo propõe o teste da segunda hipótese:

H2: A independência do Conselho de Administração é maior nas firmas que se encontram no estágio de maturidade do que aquelas que se encontram nos estágios de introdução, crescimento, *shake-out* e declínio.

O papel de monitoramento das firmas em crescimento e na maturidade costuma ser intenso como já discutido por O'Connor e Byrne (2015), uma vez que firmas em expansão e já expandidas tendem a ser mais complexas, demandando uma maior vigilância. Portanto, é de se esperar que um Conselho tenha mais membros para que realizem o monitoramento necessário.

Em seu trabalho, Perrault e McHugh (2015) argumentam que empresas maduras por se tornarem de maior porte, mais complexas e necessitarem responder a mais usuários externos da informação, aumentam o tamanho de seu conselho, colocando pessoas representantes destes *stakeholders* para buscar agradá-los. Dessa maneira, haveria uma tendência de aumento do tamanho do conselho com o passar do ciclo de vida da empresa.

Entretanto, como observado por Jacksén e Pettersen (2012), o número de membros do Conselho deve aumentar na sua maturidade até o ponto em que esse aumento se torne ineficaz. Como aponta Filatotchev et al. (2006), as empresas em seu declínio perdem a necessidade por monitoramento e passam a se preocupar mais com os recursos e as estratégias, fundamentais para a sobrevivência da firma. Assim, empresas em fase de *shake-out* e em declínio deixariam de aumentar ainda mais o seu Conselho, visto que este já atingiu uma quantidade suficiente de membros. Desta maneira, este trabalho sugere a terceira hipótese:

H₃: O tamanho do Conselho de Administração é maior nas firmas que se encontram no estágio de maturidade do que aquelas que se encontram nos estágios de introdução, crescimento, *shake-out* e declínio.

As hipóteses desenvolvidas e os resultados esperados são resumidos no quadro 2:

Quadro 2

Resumo das hipóteses e resultados esperados

Hipótese	Característica	Resultado esperado
H ₁	Monitoramento	Menor no estágio de maturidade que nos demais estágios
H ₂	Independência	Maior no estágio de maturidade que nos demais estágios
H ₃	Tamanho	Maior no estágio de maturidade que nos demais estágios

3 METODOLOGIA

3.1 População e amostra

Este estudo se utiliza de uma amostra contendo as empresas de capital aberto com sede nos Estados Unidos da América, Canadá, México e em todos os 28 países membros da União Europeia até o ano de 2018, obtidas através da base de dados da *Thomson Reuters Eikon*. Fazem parte da União Europeia no estudo: Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Chéquia, Chipre, Croácia, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hungria, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Malta, Polônia, Portugal, Reino Unido, Romênia e Suécia.

Como de praxe na literatura, por suas características peculiares e práticas contábeis diferenciadas, as empresas do setor financeiro foram excluídas da amostra. Da mesma maneira, foram excluídas aquelas empresas com dados nulos ou que não possuíam informações de Governança Corporativa suficientes para realização do estudo.

Tabela 1

Composição da amostra

<i>Empresas</i>	
Número inicial de empresas	19.640
(-) Empresas do setor financeiro	(5.061)
(-) Empresas com dados faltantes	(11.543)
(=) Total de empresas da amostra	3.036
<i>Observações</i>	
Observações brutas	713.359
(-) Dados faltantes/duplicados	(653.732)
(-) Observações do setor financeiro	(24.252)
(-) Observações com setor em branco	(12.812)
(=) Total de observações da amostra	22.563

Como pode ser observado na tabela 1, após estes processos, ao todo, a amostra foi composta por 3.036 companhias e contém 22.563 observações dentro do período entre 1992 e 2018. Muitas observações não apresentavam os dados de governança necessários para a realização do estudo, reduzindo de maneira significativa a amostra. Nas tabelas de resultado, o número de observações dos diferentes modelos é ainda menor, pois muitas companhias não disponibilizavam todos os dados de governança corporativa. Dessa forma, o número de observações oscila por tipo de regressão, mas buscou-se contemplar o máximo possível de observações ao longo dos anos. Os resultados para as amostras com somente empresas dos EUA e somente empresas da UE estão apresentadas separadamente nos apêndices.

3.2 Modelos e variáveis

Diversos trabalhos buscam explicar a dinâmica e formação dos Conselhos de Administração das firmas utilizando, costumeiramente, modelos com características como tamanho, quantidade de reuniões e composição (Kang, Cheng, e Gray, 2007; Shaukat e Trojanowski, 2018). Esta pesquisa busca entender as mudanças da estrutura do Conselho de Administração, a partir de características como as citadas, porém, através dos estágios de ciclo de vida da firma.

Para isto, o modelo empírico proposto por este estudo é:

$$CCA_{j,it} = \gamma_0 + \gamma_1 intro + \gamma_2 cresc + \gamma_3 shakeout + \gamma_4 declin + \gamma_5 TAM_{it} + \gamma_6 END_{it} + \gamma_7 ROA_{it} + \gamma_8 COMP_{it} + \gamma_9 QTOBIN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

$CCA_{j,it}$ = j-ésima Característica do Conselho de Administração que serão utilizadas alternativamente conforme quadro 3;

intro = variável *dummy* referente ao estágio do ciclo de vida de introdução, conforme Dickinson (2011);

cresc = variável *dummy* referente ao estágio do ciclo de vida de crescimento, conforme Dickinson (2011);

shakeout = variável *dummy* referente ao estágio do ciclo de vida de *shake-out*, conforme Dickinson (2011);

declin = variável *dummy* referente ao estágio do ciclo de vida de declínio, conforme Dickinson (2011);

TAM = tamanho da empresa;

END = endividamento;

ROA = retorno sobre os ativos;

COMP = variável de complexidade;

QTOBIN = variável calculada do Q de Tobin;

ε = resíduos da regressão.

O estágio do ciclo de vida de maturidade foi omitido na equação (1) por ser o grupo de comparação padrão. A *proxy* do tamanho da empresa (TAM) foi calculada pelo logaritmo natural do ativo total da firma. O endividamento (END) foi definido pela divisão do passivo total pelo ativo total da firma. O retorno sobre os ativos (ROA) foi calculado como a divisão do lucro operacional pelo ativo total e a variável de complexidade (COMP) como a divisão entre a soma do estoque com recebíveis líquidos pelo ativo total. Já a variável de controle do Q de Tobin (QTOBIN) foi calculada da seguinte maneira:

$$Q \text{ de Tobin} = (VM + PC - AC + DLP) / AT$$

Em que:

VM = Valor de Mercado da firma;

PC = Passivo Circulante;

AC = Ativo Circulante;

DLP = Dívidas de longo prazo;

AT = Ativo Total.

Para reduzir o impacto de dados extremos, conhecidos como *outliers*, tanto as variáveis contábeis, extraídas da base de dados da *Thomson Reuters Eikon*, quanto as variáveis de controle calculadas de toda a amostra foram winsorizadas em 2% e 98%.

As variáveis dependentes do modelo proposto da equação (1) são observadas ao longo do tempo nas firmas. O quadro 3 lista estas variáveis, separadas pelas diferentes características que buscam capturar, com suas definições.

Quadro 3

Variáveis dependentes do modelo e suas definições

Variável	Conteúdo	Definição
<i>Monitoramento</i>		
NUMBODMEET	Número de reuniões do Conselho	Variável que captura monitoramento através do número de reuniões ocorridas em um ano
BODAFFIL	Participação em outros Conselhos	Variável que captura o monitoramento através da média da quantidade de outros Conselhos dos quais os membros participam
AUDITBODCOM	A firma possui comitê de auditoria?	Variável <i>dummy</i> que sinaliza se a companhia possui (1) ou não (0) um comitê de auditoria
BODAV	Participação em reuniões	Variável que captura o monitoramento através do percentual médio de participação dos membros do Conselho nas reuniões
<i>Independência</i>		
CEOBOD	CEO é membro do Conselho?	Variável <i>dummy</i> que sinaliza se o CEO da firma é (1) ou não (0) membro do Conselho
CHAIREXCEO	Presidente do Conselho já foi CEO?	Variável <i>dummy</i> que sinaliza se o presidente do Conselho já foi (1) ou não (0) CEO da firma
CEOCHAIRSEP	O CEO foi simultaneamente presidente do conselho?	Variável <i>dummy</i> que sinaliza se o CEO simultaneamente foi (1) ou não (0) presidente do Conselho
NOMCOMINDEP	Percentual de membros não executivos no comitê de nomeação	Variável que captura independência através do percentual de membros não executivos no comitê de nomeação
INDEP	Percentual de membros independentes	Variável que captura independência através do percentual de membros independentes do Conselho
NONEXBOD	Percentual de membros não executivos	Variável que captura independência através do percentual de membros do Conselho que não são executivos da companhia
STRINDEP	Percentual de membros estritamente independentes	Variável que captura independência através do percentual de membros que são estritamente independentes
<i>Tamanho</i>		
BODSIZE	Tamanho do Conselho	Variável que captura o tamanho através do número de membros do Conselho

Nota: Informações obtidas no sistema *Thomson Reuters Eikon* com base nos dados de *Environment, Social and Governance* disponíveis

As escolhas pelas variáveis atribuídas a cada característica foram definidas pelo autor, buscando a melhor forma de representar um conceito. Vale ressaltar que o termo estritamente independente é utilizado pela base de dados de onde se construiu a amostra. Entende-se por membro estritamente independente (representado pela variável **STRINDEP**) aquele que: não é empregado da companhia, não serviu no Conselho de Administração por mais de dez anos, não é um acionista com mais de 5% de participação, não participa de outro Conselho, não possui laços familiares com a corporação, não receba nenhuma remuneração que não seja pelo serviço prestado no Conselho de Administração.

Na realização do estudo foram analisadas regressões a partir da equação do modelo proposto, com algumas diferenças de acordo com a variável dependente estudada. Para as variáveis relacionadas ao tamanho do Conselho (BODSIZE), número de reuniões do Conselho (NUMBODMEET) e da participação dos membros em outros Conselhos (BODAFFIL), utilizou-se o modelo de regressão com dados em painel.

Já nos casos onde a variável dependente é uma *dummy* como em possuir ou não comitê de auditoria (AUDITBODCOM), CEO ser ou não do Conselho (CEOBOD), presidente do Conselho já ter sido ou não CEO (CHAIREXCEO) e CEO ter sido simultaneamente presidente do Conselho ou não (CEOCHAIRSEP), utilizou-se o modelo com estimador logit. Tem-se, portanto, o modelo logit aplicado à equação (1), que transforma a interpretação dos resultados de seus coeficientes em logaritmos das razões de chance (Gujarati e Porter, 2011).

Para as variáveis dependentes representativas de uma proporção como no percentual de participação em reuniões (BODAV), percentual de membros independentes (INDEP), percentual de membros não executivos no comitê de nomeação (NOMCOMINDEP), percentual de membros não executivos (NONEXBOD) e percentual de membros estritamente independentes (STRINDEP), utilizou-se do modelo probit por quase-verossimilhança na equação (1), método indicado nestes casos (Papke e Wooldridge, 1996).

A tabela 2 traz as estatísticas descritivas das variáveis de controle e as variáveis utilizadas pelo estudo como *proxy* das características do Conselho de Administração de toda a amostra, enquanto as tabelas 3, 4, 5, 6 e 7 trazem as estatísticas descritivas para cada estágio do ciclo de vida.

Observa-se pela tabela 2, que o tamanho médio do Conselho de Administração da amostra é de 10,199 pessoas tendo como tamanho mínimo 2 e o máximo 33. O desvio-padrão foi de 3,199 mostrando uma grande variância entre os tamanhos dos *boards* das empresas.

Tabela 2

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	22.558	22,200	1,385	15,428	25,618
END	22.556	0,592	0,231	0,007	4,269
ROA	22.558	0,067	0,138	-5,370	0,468
COMP	18.259	0,232	0,158	0,001	0,881
QTOBIN	7.405	2,125	18,256	-0,197	763,303
NUMBODMEET	21.422	8,422	4,006	0	75
BODAFFIL	21.698	1,318	1,017	0	17,111
AUDITBODCOM	22.563	0,978	0,147	0	1
BODAV	18.764	0,856	0,112	0	1
CEOBOD	21.952	0,883	0,322	0	1
CHAIREXCEO	22.563	0,356	0,479	0	1
CEOCHAIRSEP	22.563	0,468	0,499	0	1
NOMCOMINDEP	19.986	0,937	0,156	0	1
INDEP	21.790	0,672	0,232	0	1
NONEXBOD	21.965	0,814	0,129	0	1
STRINDEP	16.013	0,460	0,216	0	1
BODSIZE	22.523	10,199	3,199	2	33

O número de reuniões anuais variou entre nenhuma e 75, tendo em média 8,422 com desvio-padrão de 4,006. Entre os estágios de ciclo de vida, o que apresentou o menor valor máximo para o número de reuniões anuais foi o de introdução, com 50 reuniões, como pode ser observado na tabela 3. A menor média foi de 8,124, observada no estágio de maturidade, apresentado na tabela 5.

Tabela 3

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em introdução

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	772	20,761	1,742	15,558	25,057
END	772	0,516	0,358	0,007	3,414
ROA	772	-0,151	0,349	-5,370	0,322
COMP	525	0,250	0,218	0,004	0,864
QTOBIN	207	13,209	68,665	-0,066	729,148
NUMBODMEET	718	8,884	4,615	1	50
BODAFFIL	752	1,234	0,933	0	7,500
AUDITBODCOM	772	0,979	0,143	0	1
BODAV	647	0,853	0,113	0,085	1
CEOBOD	742	0,898	0,303	0	1
CHAIREXCEO	772	0,326	0,469	0	1
CEOCHAIRSEP	772	0,385	0,487	0	1
NOMCOMINDEP	701	0,921	0,151	0	1
INDEP	747	0,665	0,225	0	1
NONEXBOD	761	0,791	0,131	0	1
STRINDEP	567	0,461	0,220	0	1
BODSIZE	769	8,779	2,778	3	23

Apenas 23 observações das 21422 totais sobre o número de reuniões foram acima de 40. O percentual médio de participação dos membros nas reuniões foi alto, com média de

85,6%. A participação em outros conselhos variou entre nenhuma e 17,111 com desvio-padrão de 1,017 e média de 1,318.

Ainda na tabela 2 é possível notar que em média 93,7% dos membros do comitê de nomeação não são executivos da empresa o que sugere um bom nível de independência com relação ao comitê de nomeação. Na tabela 4 é possível identificar que a maior média para esta variável se deu nas empresas em crescimento.

Tabela 4

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em crescimento

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	6462	22,232	1,289	17,685	25,468
END	6460	0,597	0,204	0,011	2,900
ROA	6462	0,052	0,104	-2,832	0,399
COMP	4941	0,202	0,148	0,004	0,881
QTOBIN	2342	2,240	19,311	-0,117	763,303
NUMBODMEET	6117	8,616	4,021	0	73
BODAFFIL	6227	1,288	1,056	0	17,111
AUDITBODCOM	6466	0,977	0,151	0	1
BODAV	5381	0,856	0,113	0	1
CEOBOD	6262	0,890	0,313	0	1
CHAIREXCEO	6466	0,348	0,476	0	1
CEOCHAIRSEP	6466	0,464	0,4994	0	1
NOMCOMINDEP	5713	0,941	0,148	0	1
INDEP	6237	0,678	0,224	0	1
NONEXBOD	6287	0,811	0,129	0	1
STRINDEP	4674	0,463	0,217	0	1
BODSIZE	6457	9,941	3,266	2	31

Verifica-se também que, em média, 81,4% dos membros do Conselho de Administração da amostra não são executivos da empresa, 67,2% dos membros são independentes e somente 46% são estritamente independentes.

Tabela 5

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas maduras

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	13024	22,306	1,337	17,109	25,618
END	13024	0,595	0,225	0,009	4,269
ROA	13024	0,097	0,098	-3,247	0,468
COMP	11107	0,243	0,152	0,0035	0,881
QTOBIN	4232	1,394	2,733	-0,197	154,613
NUMBODMEET	12402	8,124	3,605	0	75
BODAFFIL	12514	1,340	0,996	0	17,063
AUDITBODCOM	13025	0,978	0,146	0	1
BODAV	10869	0,856	0,112	0,041	1
CEOBOD	12715	0,878	0,327	0	1
CHAIREXCEO	13025	0,367	0,482	0	1
CEOCHAIRSEP	13025	0,482	0,500	0	1
NOMCOMINDEP	11499	0,937	0,162	0	1
INDEP	12569	0,672	0,234	0	1
NONEXBOD	12667	0,819	0,128	0	1
STRINDEP	9212	0,459	0,214	0	1
BODSIZE	13004	10,479	3,154	2	33

Como é possível verificar na tabela 6, o estágio de *shake-out* apresentou a menor média, dentre os estágios, para as variáveis representantes dos percentuais de membros independentes e estritamente independentes do Conselho de Administração, com 65,7% e 45,3% respectivamente.

Tabela 6Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em *shake-out*

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	1898	22,209	1,351	17,284	25,325
END	1898	0,594	0,252	0,009	2,845
ROA	1898	0,051	0,133	-1,991	0,463
COMP	1413	0,239	0,185	0,001	0,881
QTOBIN	521	1,359	2,349	-0,197	29,002
NUMBODMEET	1817	9,159	4,558	1	55
BODAFFIL	1814	1,330	1,078	0	10,900
AUDITBODCOM	1898	0,977	0,149	0	1
BODAV	1546	0,857	0,108	0,500	1
CEOBOD	1847	0,881	0,323	0	1
CHAIREXCEO	1898	0,323	0,468	0	1
CEOCHAIRSEP	1898	0,424	0,494	0	1
NOMCOMINDEP	1720	0,935	0,151	0	1
INDEP	1844	0,657	0,238	0	1
NONEXBOD	1849	0,801	0,138	0	1
STRINDEP	1296	0,453	0,219	0	1
BODSIZE	1891	10,088	3,247	2	29

A tabela 7, contendo as estatísticas descritivas com o grupo de empresas no estágio de declínio, mostra que, dentre os grupos de diferentes estágios, a menor média para o tamanho do *board* foi de 8,52 membros. Além disso, neste estágio estão também a menor média para a variável relacionada a participação dos membros do *board* em outros conselhos (BODAFFIL) e para a variável concernente à participação dos membros do *board* nas reuniões (BODAV). O valor para a média de outros conselhos dos quais os membros participam foi de 1,193 enquanto para o percentual de participação nas reuniões foi de 84,8%.

Tabela 7

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do estudo das empresas em declínio

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	402	20,959	1,629	15,428	24,930
END	402	0,569	0,355	0,008	2,370
ROA	402	-0,162	0,309	-2,533	0,347
COMP	273	0,263	0,213	0,007	0,881
QTOBIN	103	11,148	73,601	-0,197	729,148
NUMBODMEET	368	10,720	8,476	1	75
BODAFFIL	391	1,193	0,865	0	6,667
AUDITBODCOM	402	0,988	0,111	0	1
BODAV	321	0,848	0,118	0,040	1
CEOBOD	386	0,896	0,305	0	1
CHAIREXCEO	402	0,353	0,479	0	1
CEOCHAIRSEP	402	0,415	0,493	0	1
NOMCOMINDEP	353	0,929	0,143	0	1
INDEP	393	0,662	0,243	0	1
NONEXBOD	401	0,791	0,126	0,429	1
STRINDEP	264	0,464	0,229	0	0,917
BODSIZE	402	8,520	2,367	2	20

Os cinco estágios de ciclo de vida de Dickinson (2011) foram discriminados por variáveis *dummy*, numerados da seguinte forma para melhor apresentação: estágio de introdução (1), estágio de crescimento (2), estágio de maturidade (3), estágio de *shake-out* (4) e estágio de declínio (5).

Os setores da indústria utilizados como controles de efeitos fixos são variáveis *dummy* e são parte da classificação GICS (*Global Industry Classification Standard*) fornecidos pela base de dados da *Thomson Reuters Eikon*. Ao todo, a amostra é composta por dez diferentes setores numerados de 1 a 10, conforme mostra a tabela 8.

Tabela 8

Setores da indústria

Nome do setor	Código numérico do setor	Nº de observações	Percentual de observações do total
<i>Consumer Discretionary</i>	1	4.308	19,093%
<i>Consumer Staples</i>	2	1.455	6,449%
<i>Energy</i>	3	2.091	9,267%
<i>Health Care</i>	4	2.033	9,010%
<i>Industrials</i>	5	4.316	19,129%
<i>Information Technology</i>	6	2.549	11,297%
<i>Materials</i>	7	2.393	10,606%
<i>Real Estate</i>	8	1.692	7,499%
<i>Telecommunication Services</i>	9	547	2,424%
<i>Utilities</i>	10	1.179	5,225%

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo traz as análises dos resultados deste estudo, divididas em três partes, referentes a cada grupo de conceitos definido. Estas análises foram realizadas a partir dos três diferentes modelos de regressão utilizados: em painel, logística e probit. Primeiro foram estudados os resultados das regressões referentes às características de monitoramento. Em seguida foram debatidos os resultados das regressões para as características de independência. Por fim, foram analisados os resultados das regressões em painel da característica de tamanho.

A tabela 9 traz a matriz de correlação entre as variáveis de controle do modelo, onde acima da diagonal encontram-se os valores de Spearman e abaixo os de Pearson. A maior correlação encontrada foi entre o Q de Tobin (QTOBIN) e o retorno sobre ativos (ROA), na parte de Spearman. Seu valor foi positivo de 0,363 e significativo a 1%. O segundo maior valor foi positivo de 0,314 entre o tamanho (TAM) e o endividamento (END). Portanto, nenhum grande problema de multicolinearidade foi encontrado, uma vez que nenhuma das variáveis reportou correlação acima de 0,4.

Tabela 9

Matriz de correlação entre as variáveis do modelo

	TAM	END	ROA	COMP	QTOBIN
TAM	1	0,314 ***	- 0,039 ***	- 0,178 ***	- 0,208 ***
END	0,257 ***	1	- 0,122 ***	0,032 ***	- 0,107 ***
ROA	0,126 ***	- 0,064 ***	1	0,193 ***	0,363 ***
COMP	- 0,159 ***	0,036 ***	0,129 ***	1	- 0,100 ***
QTOBIN	- 0,094 ***	- 0,041 ***	- 0,059 ***	0,019	1

Em todas as regressões utilizadas, o estudo define o estágio de ciclo de vida da maturidade no intercepto como grupo de comparação padrão. Essa escolha é consequência de o estágio de maturidade ter o maior número de observações e maior *score* de governança e será detalhado mais à frente. Observando as tabelas 10 e 11, nota-se que em praticamente todos os casos, a maior média para os *scores* de Governança, o maior número de

observações e o valor máximo da métrica ocorreram no estágio de maturidade, exceto a média do ESG Combinado nas empresas da União Europeia. Em uma análise simplificada, o estágio de maturidade contém, portanto, mais informações de Governança Corporativa das empresas relativamente aos outros estágios.

Tabela 10

Estatísticas dos *scores* ESG de Governança nas diferentes amostras

Ciclo	Variável	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
<i>Amostra Total</i>						
Introdução	ESG	772	43,453	15,302	12,521	90,683
Crescimento	ESG	6466	49,600	16,737	9,840	94,550
Maturidade	ESG	13025	53,859	17,400	7,117	98,037
<i>Shake-out</i>	ESG	1898	52,636	17,078	12,944	95,658
Declínio	ESG	402	45,867	16,171	8,247	92,442
Total	ESG	22563	52,037	17,293	7,117	98,037
<i>EUA</i>						
Introdução	ESG	409	42,001	13,415	12,617	90,683
Crescimento	ESG	3274	46,030	16,299	9,840	94,219
Maturidade	ESG	6576	51,091	17,901	8,874	98,037
<i>Shake-out</i>	ESG	929	49,281	17,364	13,147	95,658
Declínio	ESG	217	42,138	14,892	8,247	89,306
Total	ESG	11405	48,994	17,432	8,247	98,037
<i>UE</i>						
Introdução	ESG	214	51,771	17,328	12,521	90,550
Crescimento	ESG	2263	56,265	15,441	11,240	94,550
Maturidade	ESG	5302	58,226	16,019	7,117	95,676
<i>Shake-out</i>	ESG	834	57,099	15,934	12,944	94,055
Declínio	ESG	134	55,087	15,001	11,803	92,442
Total	ESG	8747	57,405	15,929	7,117	95,676

Foram também realizados testes para estimar o valor do VIF de todas regressões do capítulo 4 e nenhuma apresentou grandes problemas de multicolinearidade, uma vez que o maior valor não foi nem superior a 5.

Tabela 11

Estatísticas dos *scores* ESG Combinado de Governança nas diferentes amostras

Ciclo	Variável	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
<i>Amostra Total</i>						
Introdução	ESG Combinado	772	40,197	13,876	12,521	82,296
Crescimento	ESG Combinado	6466	44,849	15,260	7,227	94,219
Maturidade	ESG Combinado	13025	46,751	15,658	5,620	95,903
<i>Shake-out</i>	ESG Combinado	1898	46,321	16,173	11,280	94,055
Declínio	ESG Combinado	402	41,584	14,542	8,247	92,442
Total	ESG Combinado	22563	45,854	15,581	5,620	95,903
<i>EUA</i>						
Introdução	ESG Combinado	409	38,594	11,920	12,617	79,560
Crescimento	ESG Combinado	3274	41,542	14,430	7,227	94,219
Maturidade	ESG Combinado	6576	43,426	15,089	8,874	95,903
<i>Shake-out</i>	ESG Combinado	929	42,093	15,012	13,035	91,597
Declínio	ESG Combinado	217	38,370	11,514	8,247	87,403
Total	ESG Combinado	11405	42,507	14,786	7,227	95,903
<i>UE</i>						
Introdução	ESG Combinado	214	47,089	16,665	12,521	82,296
Crescimento	ESG Combinado	2263	50,385	15,134	11,240	91,074
Maturidade	ESG Combinado	5302	51,152	15,369	5,620	95,136
<i>Shake-out</i>	ESG Combinado	834	51,315	16,113	12,944	94,055
Declínio	ESG Combinado	134	49,502	16,323	10,752	92,442
Total	ESG Combinado	8747	50,844	15,442	5,620	95,136

O ESG e o ESG Combinado apresentados nas tabelas 10 e 11 são métricas fornecidas pela base de dados da *Thomson Reuters Eikon*, calculados com base nos dados reportados pelas próprias companhias. Esses valores, representam medidas ambientais, sociais e de governança adotadas pelas firmas e os índices buscam transparecer isto através de uma pontuação, variando entre 0 e 100.

Enquanto a pontuação ESG mede somente a performance, comprometimento e eficácia em temas ligados aos fatores ambientais, sociais e de governança, o EGS Combinado leva também em conta possíveis descontos de pontuação advindos de notícias ruins e controvérsias publicadas na mídia que impactam esses fatores. As pontuações são agrupadas em 10 subcategorias dentro das medidas ambientais, sociais e de governança. Para as medidas ambientais, tem-se as subcategorias de uso de recursos, emissão e inovação. Dentro das medidas sociais, tem-se a força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade do produto. Já na parte de governança, estão gestão, acionistas e a estratégia de Responsabilidade Social Empresarial (RSE). A combinação ponderada das 10 subcategorias forma as pontuações dos três pilares que por sua vez culminam na pontuação final do *score* ESG.

Nas tabelas 10 e 11 é possível notar que os *scores* ESG e ESG Combinado são consistentemente maiores, em todos os estágios, nas empresas da União Europeia que nas empresas dos EUA. Isto sugere que as empresas europeias possuem um nível de governança superior às empresas americanas.

4.1 Resultados para as características de monitoramento

A primeira parte deste capítulo se encarrega de analisar os resultados das regressões para as características de monitoramento definidas pelo autor, sendo elas: o número de reuniões do Conselho de Administração realizadas no ano (NUMBODMEET), a média da quantidade de conselhos de outras companhias dos quais os membros do *board of directors* da empresa estudada participa (BODAFFIL), o percentual médio de participação dos membros do Conselho de Administração nas reuniões realizadas (BODAV) e a presença ou não de um comitê de auditoria na firma (AUDITBODCOM).

A tabela 12 mostra os resultados obtidos, contendo os coeficientes e outras informações para a regressão de dados em painel das variáveis NUMBODMEET e BODAFFIL.

Tabela 12

Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento

	NUMBODMEET	NUMBODMEET	BODAFFIL	BODAFFIL
intro	0,201 (0,362)	0,946** (0,413)	-0,147** (0,068)	0,125 (0,126)
cresc	0,144 (0,102)	0,352*** (0,121)	0,005 (0,026)	-0,051* (0,029)
shakeout	0,712*** (0,174)	1,176*** (0,273)	-0,094* (0,052)	-0,005 (0,051)
declin	1,980*** (0,662)	2,640*** (0,758)	-0,151 (0,137)	-0,073 (0,136)
TAM	0,212 (0,230)	0,183** (0,080)	0,190*** (0,055)	0,196*** (0,018)
END	1,664*** (0,611)	1,935*** (0,454)	-0,086 (0,148)	0,018 (0,084)
ROA	-1,058 (0,674)	-1,225* (0,744)	-0,091 (0,136)	-0,225** (0,113)
COMP	-4,382*** (1,239)	-2,285*** (0,680)	0,433 (0,408)	-0,104 (0,138)
QTOBIN	-0,024*** (0,005)	0,007 (0,004)	0,000 (0,000)	-0,002*** (0,001)
constante	3,680 (5,288)	3,612** (1,821)	-2,874** (1,284)	-2,953*** (0,420)
Obs.	5519	5822	5671	5974
R ² ajustado	0,480	0,120	0,535	0,258
F	9,189	11,314	1,966	16,322
Prob > F	0,000	0,000	0,040	0,000
FE industria	YES	YES	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	YES
FE pais	YES	YES	YES	YES
FE firma	YES	NO	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NUMBODMEET representa o número de reuniões anuais e BODAFFIL a média de participação dos membros em outros conselhos. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

O número de reuniões ocorridas anualmente se mostrou significativamente menor a 1% no estágio de maturidade se comparado aos estágios de *shake-out*, declínio e crescimento. Também se provou significativamente menor a 5% se comparado ao estágio de introdução. Essas reuniões representam um papel importante de supervisão da administração, como apontam Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), e Brick e Chidambaran (2010), sendo, portanto, um valioso sinalizador do papel de monitoramento do Conselho

de Administração. Analisando a tabela do apêndice A, vemos que nas empresas americanas o número de reuniões também se mostrou menor nas empresas na maturidade quando comparadas com as firmas nos estágios de *shake-out*, declínio e introdução. Já no apêndice H é possível observar que, para as empresas da União Europeia, o número de reuniões das empresas maduras só é estatisticamente maior se comparadas às empresas no estágio de *shake-out*. Os resultados obtidos indicam que, neste quesito, o monitoramento das empresas no estágio de maturidade é menor que nos estágios de introdução, crescimento, *shake-out* e declínio, em contraste com o que Filatotchev et al. (2006) propôs, mas em sintonia com os achados de Jacksén e Pettersen (2012).

É possível notar também, na tabela 12, que a participação de membros do Conselho de Administração da firma em conselhos de outras companhias é significativamente maior a 10% nas empresas maduras se comparadas às em crescimento. No modelo com menor significância, a participação se mostrou maior também que nos estágios de introdução (a 5%) e *shake-out* (10%). Trabalhos como o de Fich e Shivdasani (2006) evidenciam que membros do *board* que estejam muito ocupados participando de conselhos de outras empresas, diminuem a capacidade de monitoramento, prejudicando o sistema de Governança Corporativa.

De maneira similar, para as empresas norte-americanas, as evidências no apêndice A, mostram que a participação de membros do *board* em outros conselhos para firmas na maturidade é maior e estatisticamente significativa a 10% quando comparadas àquelas no estágio de crescimento. Já para as empresas europeias, no apêndice H o número de diretores que participam de outros conselhos, no estágio de maturidade, se mostraram maiores do que aquelas em declínio e em crescimento, embora neste último caso, sem significância estatística. De toda maneira, as evidências do presente estudo mostram, portanto, que o monitoramento se mostra prejudicado nas empresas no estágio de maturidade quando comparadas com as empresas em crescimento.

Seguindo a análise, a tabela 13 traz os resultados das regressões logísticas para a variável de monitoramento AUDITBODCOM e das regressões probit para a variável de monitoramento BODAV.

Tabela 13

Resultado das regressões logísticas para a variável de monitoramento AUDITBODCOM e da regressão probit para a variável de monitoramento BODAV

	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	BODAV	BODAV	BODAV	BODAV
intro	0,880 (1,145)	0,566 (1,090)	0,497 (1,067)	0,506 (1,103)	-0,057* (0,030)	-0,070** (0,029)	-0,060 (0,044)	-0,060** (0,030)
cresc	0,728** (0,367)	0,550 (0,349)	0,606* (0,346)	0,666* (0,348)	0,007 (0,012)	0,015 (0,012)	0,028* (0,016)	0,003 (0,012)
shakeout	0,039 (0,571)	0,306 (0,549)	0,194 (0,542)	0,146 (0,550)	0,003 (0,021)	-0,003 (0,020)	0,023 (0,027)	-0,004 (0,021)
declin	-0,188 (1,109)	-0,322 (1,081)	-0,180 (1,062)	-0,143 (1,091)	0,006 (0,044)	0,002 (0,044)	0,013 (0,065)	-0,002 (0,043)
TAM	0,733*** (0,153)	0,533*** (0,141)	0,408*** (0,119)	0,612*** (0,133)	0,011** (0,005)	0,015*** (0,005)	-0,057*** (0,006)	0,011** (0,005)
END	-0,418 (0,862)	-0,370 (0,721)	-0,924 (0,719)	-0,826 (0,744)	-0,046 (0,028)	-0,037 (0,028)	-0,141*** (0,036)	-0,041 (0,028)
ROA	-0,973 (2,368)	-3,214 (2,284)	-0,771 (1,720)	-2,771 (1,910)	0,141*** (0,045)	0,130*** (0,045)	-0,073 (0,054)	0,132*** (0,044)
COMP	2,010 (1,288)	1,709 (1,068)	0,544 (1,106)	1,492 (1,248)	0,184*** (0,044)	0,121*** (0,042)	0,213*** (0,054)	0,168*** (0,044)
QTOBIN	0,525** (0,222)	0,417** (0,185)	0,611*** (0,215)	0,611*** (0,219)	0,001* (0,001)	0,001* (0,001)	0,001* (0,001)	0,001* (0,001)
constante	-11,343*** (3,571)	-7,881** (3,274)	-5,278* (2,813)	-5,705* (3,069)	1,682*** (0,130)	1,669*** (0,127)	2,308*** (0,147)	1,549*** (0,110)
Obs.	5544	5774	5804	5580	5279	5279	5279	5279
Chi²	214,662	173,487	108,377	130,503	7429,210	8681,120	1217,210	5017,770
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente AUDITBODCOM assume valor 1 quando há comitê de auditoria e 0 caso contrário. A variável dependente BODAV representa o percentual médio de participação dos membros do Conselho nas reuniões. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Com relação à média de participação dos membros do Conselho de Administração nas reuniões, a tabela 13 mostra que na maturidade ela se mostrou significativamente menor que no crescimento em um dos modelos, mas na contramão dos outros resultados, existe evidência significativa a 5% de que na maturidade ela é maior que no estágio de introdução. Esta análise pode sugerir um maior monitoramento no estágio de maturidade se comparado ao estágio de introdução, ainda que tenha sido a única variável a indicar nesta direção. Para as empresas americanas, o apêndice B nos mostra que o único resultado estatisticamente significativo (a 5%) indicou que a média de participação para as empresas maduras foi menor que para aquelas em crescimento. O apêndice I, contendo o resultado para análises com empresas europeias não apresentou nenhum resultado significativo para esta variável.

A última variável representante do monitoramento abordada pelo estudo é a presença ou não de um comitê de auditoria. Os comitês de auditoria representam uma ferramenta na busca de melhorar o monitoramento da gestão, supervisionando os relatórios financeiros e sistemas de controle interno (Faleye et al., 2011). Vê-se na tabela 13 que as companhias no estágio da maturidade têm menor razão de chance de possuir um comitê de auditoria que companhias em crescimento. Vale notar que com a promulgação do *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 nos Estados Unidos, tornou-se obrigatória a presença de um comitê de auditoria para as empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Assim, como pode ser visto no apêndice B, a significância dos modelos para a variável é prejudicada, caindo de 1% para 5% em dois dos modelos. Eles evidenciam que a razão de chance das empresas americanas na maturidade possuírem comitê de auditoria é maior que as no estágio de *shake-out* com 5% de significância. Com relação às empresas no estágio de crescimento, a variável na maturidade também se mostrou menor, ainda que estatisticamente insignificante. Para aquelas companhias da União Europeia, o apêndice I evidencia que nenhum resultado foi estatisticamente significativo para a variável. Conclui-se, portanto, que o monitoramento das empresas na maturidade é prejudicado se comparadas às em crescimento.

De maneira geral, portanto, os resultados corroboram com a hipótese H_1 de que as características de monitoramento das firmas no estágio de maturidade são mais frágeis que nos outros estágios do ciclo de vida.

4.2 Resultados para as características de independência

O estudo agora analisará os resultados para as regressões com as características de independência definidas pelo trabalho. As variáveis determinadas para o conceito em questão são: se o CEO é membro ou não do Conselho de Administração (CEOBOD), se o presidente do *board* já foi ou não CEO da empresa (CHAIREXCEO), se o CEO foi ou não simultaneamente presidente do Conselho de Administração (CEOCHAIRSEP), o percentual de membros independentes presentes no *board* (INDEP), o percentual de membros não executivos no comitê de nomeação (NOMCOMINDEP), percentual de membros do Conselho que não são executivos da companhia (NONEXBOD) e o percentual de membros do *board* que são estritamente independentes (STRINDEP).

Os resultados para o conceito de independência estão detalhados na tabela 14, 15, 16 e 17. A tabela 14 traz as regressões logísticas das variáveis CEOBOD e CHAIREXCEO. Já a tabela 15 traz as regressões logísticas e probit para as variáveis CEOCHAIRSEP e INDEP. As tabelas 16 e 17 trazem regressões probit para as variáveis NOMCOMINDEP, NONEXBOD e STRINDEP. Nos apêndices C, D, E e F estão explicitados os resultados das regressões, para as variáveis de independência, com a amostra composta apenas pelas empresas norte-americanas. Já os resultados para a amostra das empresas da União Europeia estão presentes nos apêndices J, K, L e M.

Pela tabela 14 nota-se que a razão de chance do CEO da companhia ser membro do Conselho de Administração é significativamente maior a 10% nas firmas no estágio de maturidade que no estágio de crescimento.

Os modelos não apresentaram significância estatística para a amostra composta somente por empresas dos Estados Unidos da América. Para as empresas pertencentes à União Europeia, o resultado foi semelhante ao da amostra completa, com significância a 5%. A presença do presidente da empresa no *board* pode ser considerada um ponto negativo para a independência do Conselho de Administração, pois pode trazer claramente um conflito de interesses adicional, como sugere a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976). Portanto, esta variável indica uma independência menor das firmas no estágio de maturidade que as em crescimento.

Tabela 14

Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência

	CEOBOD	CEOBOD	CEOBOD	CEOBOD	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO
intro	0,172 (0,504)	0,069 (0,503)	0,322 (0,438)	0,130 (0,500)	0,230 (0,203)	0,279 (0,202)	0,357* (0,195)	0,160 (0,198)
cresc	-0,284* (0,145)	-0,262* (0,141)	-0,144 (0,120)	-0,280* (0,144)	0,022 (0,067)	-0,012 (0,066)	0,010 (0,065)	0,018 (0,065)
shakeout	0,141 (0,260)	-0,008 (0,252)	0,216 (0,219)	0,129 (0,260)	0,057 (0,118)	0,045 (0,116)	0,021 (0,112)	0,035 (0,115)
declin	0,147 (0,609)	0,070 (0,607)	0,012 (0,487)	0,097 (0,610)	0,212 (0,268)	0,240 (0,265)	0,076 (0,251)	0,200 (0,263)
TAM	0,186*** (0,061)	0,150*** (0,057)	-0,166*** (0,048)	0,180*** (0,060)	0,233*** (0,029)	0,218*** (0,028)	0,275*** (0,025)	0,181*** (0,027)
END	1,336*** (0,373)	0,704** (0,341)	0,884*** (0,304)	1,268*** (0,368)	-0,358** (0,161)	-0,477*** (0,154)	-0,230 (0,152)	-0,224 (0,157)
ROA	0,190 (0,701)	0,117 (0,636)	-0,031 (0,554)	0,034 (0,700)	0,152 (0,271)	0,262 (0,279)	0,417 (0,277)	-0,223 (0,236)
COMP	0,740 (0,519)	0,982** (0,498)	-0,803** (0,384)	0,680 (0,519)	0,316 (0,241)	0,544** (0,220)	-0,093 (0,221)	0,167 (0,235)
QTOBIN	0,001 (0,003)	-0,000 (0,003)	-0,001 (0,002)	0,001 (0,003)	0,005** (0,003)	0,005* (0,003)	0,004* (0,002)	0,004* (0,002)
constante	-2,893** (1,393)	-1,059 (1,312)	6,060*** (1,144)	-1,871 (1,286)	-6,401*** (0,654)	-5,765*** (0,632)	-6,827*** (0,589)	-5,092*** (0,600)
Obs.	5871	5871	5945	5909	6070	6070	6103	6074
Chi²	965,301	903,566	96,983	946,973	955,501	888,873	424,011	711,831
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOBOD assume valor 1 quando o CEO é membro do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente CHAIREXCEO assume valor 1 quando o presidente do conselho já foi CEO e 0 caso contrário. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Tabela 15

Resultado das regressões logísticas para a variável de independência CEOCHAIRSEP e das regressões probit para a variável de independência INDEP

	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	INDEP	INDEP	INDEP	INDEP
intro	0,258 (0,213)	0,281 (0,211)	0,414** (0,191)	0,295 (0,211)	-0,082* (0,046)	-0,077* (0,046)	0,024 (0,054)	-0,082* (0,047)
cresc	-0,007 (0,069)	-0,019 (0,068)	-0,019 (0,062)	-0,017 (0,069)	-0,042*** (0,014)	-0,024* (0,014)	-0,022 (0,018)	-0,036** (0,015)
shakeout	0,023 (0,122)	-0,029 (0,119)	-0,039 (0,107)	0,031 (0,121)	-0,013 (0,023)	-0,032 (0,023)	-0,075** (0,030)	-0,007 (0,024)
declin	0,398 (0,283)	0,391 (0,282)	0,120 (0,243)	0,416 (0,280)	-0,012 (0,067)	-0,015 (0,067)	0,052 (0,078)	-0,011 (0,073)
TAM	0,192*** (0,029)	0,190*** (0,028)	0,322*** (0,024)	0,206*** (0,029)	0,078*** (0,006)	0,081*** (0,006)	0,066*** (0,007)	0,079*** (0,006)
END	0,203 (0,164)	0,055 (0,156)	0,262* (0,145)	0,235 (0,163)	0,033 (0,034)	-0,021 (0,033)	-0,004 (0,040)	0,008 (0,034)
ROA	0,490* (0,283)	0,523* (0,286)	0,767*** (0,275)	0,658** (0,286)	0,027 (0,044)	0,006 (0,043)	0,091* (0,053)	0,013 (0,044)
COMP	0,286 (0,246)	0,504** (0,226)	-0,188 (0,209)	0,347 (0,245)	0,154*** (0,047)	0,123*** (0,044)	-0,366*** (0,057)	0,134*** (0,048)
QTOBIN	0,004* (0,002)	0,004 (0,003)	0,004 (0,002)	0,004* (0,002)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
constante	-4,488*** (0,669)	-4,002*** (0,650)	-6,618*** (0,574)	-5,692*** (0,624)	-1,645*** (0,143)	-1,543*** (0,140)	-1,364*** (0,166)	-1,110*** (0,125)
Obs.	6080	6080	6107	6080	5989	5989	5989	5989
Chi²	1633,778	1560,702	373,822	1581,150	5593,090	4951,920	667,3403	5058,770
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOCHAIRSEP assume valor 1 quando o CEO foi simultaneamente presidente do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente INDEP representa o percentual de membros independentes no *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Como mostram as tabelas 14 e 15, as variáveis CHAIREXCEO e CEOCHAIRSEP apresentaram valores estatisticamente significativos apenas em um dos seus modelos, ainda que, para os estágios de introdução e declínio, tenham apresentado consistentemente valores positivos. Nota-se também que a razão de chance do CEO ser membro do *board* é maior na maturidade que no crescimento, com 10% de significância estatística. A variável CEOBOD também apresentou coeficientes consistentemente positivos nos estágios de introdução e declínio, e isto indica que a independência na maturidade, no tocante à presença do CEO no *board*, se mostrou maior que nos estágios de introdução e declínio, ainda que insignificante estatisticamente. Na tabela do apêndice C, nota-se que a razão de chance do presidente do Conselho de Administração ter sido CEO é menor, a 5% de significância, na maturidade que no estágio de introdução, para as empresas norte-americanas. No caso das empresas europeias (apêndice J), a razão de chance também se mostrou menor na maturidade que na introdução, porém sem significância estatística. A razão de chance de presidente do *board* ter sido simultaneamente presidente da empresa, no caso das firmas americanas, se mostrou menor nas maduras que nas do estágio de introdução, com 5% de significância, como pode ser observado no apêndice D.

Dando sequência, na tabela 15 observa-se que o percentual de membros independentes é maior na maturidade que na introdução, shake-out e crescimento (significante a 10%, 5% e 1% respectivamente). Para as empresas americanas, os resultados foram parecidos, com percentual de membros independentes significativamente maiores para o estágio de maturidade quando comparado ao estágio de crescimento. Da mesma maneira, o percentual de membros não executivos se mostrou estatisticamente maior a 1% para firmas na maturidade se comparadas àquelas em crescimento, tanto na amostra total, como só para as empresas americanas. Por outro lado, tanto na amostra geral como para as empresas norte-americanas, o percentual de membros não executivos se mostrou menor na maturidade que na introdução com significância estatística.

Para complementar as análises, tem-se as tabelas 16 e 17, que trazem os resultados das regressões probit para as variáveis de independência NOMCOMINDEP, NONEXBOD e STRINDEP.

Tabela 16

Resultado das regressões probit para as variáveis de independência

	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NONEXBOD	NONEXBOD	NONEXBOD	NONEXBOD
intro	0,178* (0,092)	0,194** (0,091)	0,259*** (0,095)	0,185** (0,094)	0,048 (0,031)	0,057* (0,030)	0,093** (0,037)	0,051 (0,031)
cresc	-0,030 (0,040)	-0,010 (0,041)	-0,022 (0,039)	-0,033 (0,039)	-0,039*** (0,011)	-0,037*** (0,011)	-0,032** (0,013)	-0,039*** (0,011)
shakeout	0,026 (0,058)	0,040 (0,057)	-0,028 (0,059)	0,042 (0,059)	0,022 (0,019)	0,021 (0,019)	-0,026 (0,023)	0,024 (0,019)
declin	0,100 (0,102)	0,102 (0,103)	0,134 (0,106)	0,073 (0,101)	-0,003 (0,036)	0,002 (0,036)	-0,002 (0,047)	-0,005 (0,037)
TAM	0,120*** (0,015)	0,119*** (0,014)	0,151*** (0,015)	0,135*** (0,015)	0,084*** (0,005)	0,086*** (0,004)	0,126*** (0,005)	0,090*** (0,005)
END	0,057 (0,082)	-0,022 (0,076)	0,025 (0,077)	-0,026 (0,082)	0,059** (0,025)	0,057** (0,024)	0,017 (0,027)	0,040 (0,025)
ROA	0,205*** (0,074)	0,163** (0,072)	0,223*** (0,070)	0,283*** (0,076)	0,046 (0,036)	0,065** (0,031)	0,040 (0,035)	0,070** (0,033)
COMP	-0,051 (0,131)	-0,065 (0,119)	-0,355*** (0,123)	-0,046 (0,131)	-0,104*** (0,035)	-0,146*** (0,033)	-0,171*** (0,042)	-0,106*** (0,035)
QTOBIN	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
constante	-1,584*** (0,346)	-1,476*** (0,330)	-2,156*** (0,352)	-1,305*** (0,322)	-1,073*** (0,105)	-1,059*** (0,102)	-2,045*** (0,118)	-1,084*** (0,099)
Obs.	5566	5566	5566	5566	5980	5980	5980	5980
Chi²	1679,660	1450,770	522,490	1627,690	4187,980	3844,970	1341,310	4169,790
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NOMCOMINDEP representa o percentual de membros não executivos no comitê de nomeação. A variável dependente NONEXBOD representa o percentual de membros do conselho que não são executivos da empresa. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Tabela 17

Resultado das regressões probit para a variável de independência

	STRINDEP	STRINDEP	STRINDEP	STRINDEP
intro	0,026 (0,057)	0,022 (0,057)	0,037 (0,057)	0,000 (0,058)
cresc	-0,007 (0,018)	0,000 (0,017)	0,002 (0,018)	0,001 (0,018)
shakeout	0,010 (0,031)	-0,000 (0,030)	0,014 (0,032)	-0,001 (0,033)
declin	0,018 (0,073)	0,014 (0,071)	0,060 (0,072)	0,027 (0,075)
TAM	0,052*** (0,007)	0,049*** (0,007)	0,033*** (0,007)	0,056*** (0,007)
END	0,134*** (0,042)	0,105*** (0,041)	0,130*** (0,042)	0,054 (0,044)
ROA	-0,066 (0,068)	-0,102 (0,068)	-0,064 (0,068)	-0,139** (0,068)
COMP	-0,144** (0,059)	-0,137** (0,054)	-0,207*** (0,059)	-0,217*** (0,061)
QTOBIN	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)
constante	-2,192*** (0,181)	-2,024*** (0,178)	-1,828*** (0,181)	-1,218*** (0,160)
Obs.	4520	4520	4520	4520
Chi²	601605	650075	425,920	4.720e+12
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente STRINDEP representa o percentual de membros estritamente independentes do conselho. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Levando em conta as variáveis INDEP e NONEXBOD entende-se que, na maturidade, as empresas buscam aumentar sua independência se comparadas aos estágios de introdução e crescimento. Os resultados apresentados no apêndice F, trazendo a amostra contendo somente empresas europeias, convergiram com os resultados da amostra total e exclusivamente americana para as variáveis INDEP e NONEXBOD. Os valores, entretanto, não apresentaram significância estatística.

Os resultados, até certo ponto, vão ao encontro do proposto por Perrault e McHugh (2015), que descrevem uma independência maior do Conselho das empresas maduras que as dos estágios iniciais. Entretanto, os autores argumentam que no declínio, as firmas

tendem a aumentar os membros independentes em busca de legitimidade com investidores, mas esta pesquisa não encontrou evidências disto.

As tabelas 15, 16, 17 e os apêndices D, E, F, K, L e M evidenciam também uma relação estatisticamente significativa e positiva entre o tamanho da firma e suas características de independência, mostrando que firmas maiores tendem a ter um percentual maior de membros não executivos, independentes e estritamente independentes, além de membros não executivos no comitê de nomeação.

Fica evidenciado, portanto, que a independência do Conselho de Administração para as firmas na maturidade, é superior quando comparadas à independência do *board* na introdução e no crescimento, sem resultados significativos na comparação com os estágios de *shake-out* e declínio. A hipótese H₂, portanto, foi parcialmente validada.

4.3 Resultados para as características de tamanho

O último conceito analisado, o tamanho do Conselho de Administração, representado pela variável BODSIZE, será analisado a partir dos resultados da tabela 18. Esta traz informações resultantes de uma regressão com dados em painel, onde na primeira coluna há controle de efeitos fixos para indústria, ano, país e firma, enquanto na segunda coluna controla-se por indústria, ano e país.

Os resultados da tabela 18 indicam que há evidências estatisticamente significativas a 5% de que as firmas no estágio de maturidade possuem um *board* maior que aquelas no estágio de declínio. Há também indícios, significativos a 1%, de que os Conselhos de Administração sejam maiores para companhias na maturidade do que as no estágio de crescimento, em sintonia com o que foi teorizado pelo trabalho de Perrault e McHugh (2015) e também encontrado nos estudos de Jacksén e Pettersen (2012). Os apêndices G e N, contendo as regressões com as empresas dos Estados Unidos da América e da União Europeia, respectivamente, evidenciam que o tamanho do Conselho de Administração se mostra maior na maturidade que no crescimento e no declínio, ambos com significância estatística.

Tabela 18

Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE

	BODSIZE	BODSIZE
intro	0,028 (0,156)	0,210 (0,263)
cresc	0,026 (0,049)	-0,253*** (0,083)
shakeout	0,010 (0,091)	-0,069 (0,144)
declin	-0,480** (0,195)	-0,443* (0,266)
TAM	0,860*** (0,127)	1,185*** (0,057)
END	-0,119 (0,312)	0,058 (0,296)
ROA	-0,620** (0,269)	-0,307 (0,310)
COMP	1,425** (0,717)	0,209 (0,543)
QTOBIN	-0,001 (0,002)	0,003 (0,003)
constante	-8,885*** (2,900)	-16,049*** (1,292)
Obs.	5794	6104
R ² ajustado	0,829	0,468
F	7,153	57,310
Prob > F	0,000	0,000
FE industria	YES	YES
FE ano	YES	YES
FE país	YES	YES
FE firma	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente BODSIZE representa o número membros do *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

É possível notar também que o tamanho da firma apresenta relação positiva e significativa a 1% com o tamanho do *board*, tanto para a amostra total, quanto para as empresas americanas e as empresas da União Europeia, em consonância com os achados de Boone et al. (2007), e Lehn et al. (2009), mas na contramão dos achados de Li e Zhang (2018) para empresas fechadas da China. A variável de complexidade também apresentou relação positiva e significativa a 5% com o tamanho do Conselho de Administração para a amostra total, com empresas americanas e empresas europeias, em consonância com o resultado do estudo de Coles, Daniel, e Naveen (2008).

A hipótese H₃ se mostra, portanto, parcialmente corroborada, uma vez que o tamanho do Conselho de Administração das empresas em crescimento e em declínio se mostraram significativamente menores que o das empresas que atingiram a maturidade.

A tabela 19 traz um resumo geral simplificado dos resultados achados por esta pesquisa, separados pelos conceitos (monitoramento, independência e tamanho) e amostras (total, apenas EUA e apenas UE). Os símbolos *, ** e *** representam a significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Como já discutido ao longo do capítulo, fica evidenciado que as características de monitoramento na maturidade são mais frágeis que nos outros estágios do ciclo de vida. A independência, por outro lado, se mostra maior na maturidade que nos outros estágios, exceto para a amostra contendo empresas europeias. Além disto, a independência, apresentou relação positiva com o tamanho da empresa em todos os casos. O tamanho do Conselho de Administração se mostrou estatisticamente maior que nos estágios de introdução e declínio para todas amostras e se provou positivamente relacionado com o tamanho da firma e com sua complexidade.

Tabela 19

Resumo dos resultados encontrados

Conceito	Amostra total	Estados Unidos	União Europeia
<i>Monitoramento</i>			
	Monitoramento na maturidade:	Monitoramento na maturidade:	Monitoramento na maturidade:
	Menor que no <i>shake-out</i> ***	Menor que na introdução ***	Menor que no declínio *
	Menor que no declínio ***	Menor que no declínio ***	Menor que no <i>shake-out</i> *
	Menor que no crescimento ***	Menor que no crescimento **	
	Menor que na introdução **		
<i>Independência</i>			
	Independência na maturidade:	Independência na maturidade:	Independência na maturidade:
	Maior que no crescimento ***	Maior que no crescimento ***	Menor que no crescimento **
	Maior que na introdução *	Maior que na introdução **	Relação positiva com tamanho da firma ***
	Relação positiva com tamanho da firma ***	Relação positiva com tamanho da firma ***	
<i>Tamanho</i>			
	Tamanho na maturidade:	Tamanho na maturidade:	Tamanho na maturidade:
	Maior que no crescimento ***	Maior que no crescimento ***	Maior que no crescimento *
	Maior que no declínio **	Maior que no declínio *	Maior que no declínio ***
	Relação positiva com tamanho da firma ***	Relação positiva com tamanho da firma ***	Relação positiva com tamanho da firma ***
	Relação positiva com complexidade da firma **	Relação positiva com complexidade da firma **	

4.4 Robustez

Este subcapítulo traz análises complementares ao estudo, buscando robustez para os resultados encontrados neste capítulo. Para tanto, foram introduzidas variáveis com a origem do sistema legal de cada país, baseadas na classificação criada por La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer (2008), que organiza os países em quatro diferentes grupos: sistema inglês, francês, germânico e escandinavo. A tabela 20 traz as estatísticas descritivas dos *scores* ESG e ESG Combinado separados pela origem de seus sistemas legais. Através dela é possível notar que o sistema inglês tem a menor média para a pontuação nas duas métricas, sugerindo que este grupo possui a governança mais frágil dentre os sistemas. Todavia, todo *score* possui limitações de coleta de dados e informações disponíveis.

Tabela 20

Estatísticas dos *scores* ESG e ESG Combinado de Governança nos diferentes sistemas

Sistema legal	Variável	Obs.	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
<i>Inglês</i>						
	ESG	17272	50,052	17,157	8,247	98,037
	ESG Combinado	17272	44,011	15,057	7,227	95,903
<i>Francês</i>						
	ESG	3006	59,572	15,997	8,372	95,408
	ESG Combinado	3006	53,091	15,943	8,372	92,442
<i>Germânico</i>						
	ESG	1329	55,813	17,294	7,117	95,676
	ESG Combinado	1329	48,139	15,198	5,620	93,330
<i>Escandinavo</i>						
	ESG	956	58,969	14,233	8,973	86,483
	ESG Combinado	956	53,210	15,050	8,973	86,441
<i>Total</i>						
	ESG	22563	52,037	17,293	7,117	98,037
	ESG Combinado	22563	45,854	15,581	5,620	95,903

Adicionalmente, foram feitas análises de variância com teste de comparação múltipla Bonferroni (ANOVA) das médias dos *scores* ESG e ESG Combinado para os grupos de origem do sistema legal, apresentados nas tabelas 21 e 22. Também foram realizadas regressões em painel, logit e probit, desta vez controlando os efeitos dos anos e da origem do sistema legal vigente, para todas as variáveis do quadro 3 e seus resultados estão apresentados nas tabelas 23, 24, 25, 26, 27, 28 e 29.

Tabela 21

ANOVA: diferença de médias dos *scores* ESG nos diferentes sistemas legais

	Sistema inglês	Sistema francês	Sistema germânico
Sistema francês	9,521 ***		
Sistema germânico	5,761 ***	-3,760 ***	
<i>Sistema escandinavo</i>	8,917 ***	-0,604	3,156 ***

Notas: *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Tabela 22

ANOVA: diferença de médias dos *scores* ESG Combinado nos diferentes sistemas legais

	Sistema inglês	Sistema francês	Sistema germânico
Sistema francês	9,080 ***		
Sistema germânico	4,128 ***	-4,951 ***	
Sistema escandinavo	9,200 ***	0,119	5,071 ***

Notas: *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

As tabelas 21 e 22 apontam diferenças estatísticas significativas entre os sistemas inglês e francês, inglês e germânico e inglês e escandinavo. As diferenças se mostraram significativas também entre os sistemas germânico e francês e germânico e escandinavo. Somente as médias dos *scores* entre os sistemas francês e escandinavo não apresentaram significância estatística. Esses resultados sugerem que há diferenças na força da Governança Corporativa e que possivelmente eles sejam influenciados pela origem do sistema legal vigente. O sistema legal de cada país, em seu conjunto de leis e regulamentos ou costumes, é capaz de influenciar nas relações econômicas e de gerar consequências na maneira com que se estruturam as companhias e o modelo de governança corporativa adotado.

Tabela 23

Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento

	NUMBODMEET	NUMBODMEET	NUMBODMEET	NUMBODMEET	BODAFFIL	BODAFFIL	BODAFFIL	BODAFFIL
intro	0,880** (0,428)	0,866** (0,428)	0,905** (0,428)	0,889** (0,428)	0,194 (0,142)	0,143 (0,134)	0,201 (0,141)	0,194 (0,142)
cresc	0,377*** (0,131)	0,384*** (0,132)	0,388*** (0,130)	0,397*** (0,131)	-0,041 (0,033)	-0,064** (0,031)	-0,042 (0,033)	-0,041 (0,033)
shakeout	1,251*** (0,280)	1,239*** (0,281)	1,256*** (0,279)	1,248*** (0,279)	-0,002 (0,052)	-0,032 (0,051)	-0,014 (0,053)	-0,002 (0,052)
declin	2,585*** (0,752)	2,564*** (0,752)	2,621*** (0,751)	2,603*** (0,750)	0,016 (0,129)	-0,052 (0,121)	0,026 (0,135)	0,016 (0,129)
TAM	0,006 (0,079)	0,008 (0,073)	0,019 (0,079)	0,025 (0,072)	0,185*** (0,018)	0,169*** (0,018)	0,168*** (0,018)	0,185*** (0,018)
END	1,892*** (0,454)	1,891*** (0,454)	1,847*** (0,451)	1,843*** (0,452)	-0,123 (0,095)	-0,169* (0,092)	-0,138 (0,096)	-0,123 (0,095)
ROA	-1,377* (0,781)	-1,383* (0,780)	-1,318* (0,751)	-1,306* (0,744)	-0,124 (0,115)	-0,327*** (0,121)	-0,112 (0,115)	-0,124 (0,115)
COMP	-3,386*** (0,723)	-3,300*** (0,688)	-3,389*** (0,718)	-3,265*** (0,682)	0,178 (0,155)	0,046 (0,155)	0,026 (0,150)	0,178 (0,155)
QTOBIN	0,006 (0,005)	0,007 (0,005)	0,006 (0,005)	0,007 (0,005)	-0,002*** (0,000)	-0,001*** (0,000)	-0,002*** (0,000)	-0,002*** (0,000)
constante	7,856*** (1,819)	7,798*** (1,652)	7,581*** (1,798)	7,416*** (1,628)	-2,674*** (0,410)	-2,249*** (0,415)	-2,269*** (0,405)	-2,674*** (0,410)
Obs.	5822	5822	5822	5822	5974	5974	5974	5974
R ² ajustado	0,049	0,047	0,049	0,047	0,050	0,147	0,074	0,050
F	10,613	10,470	10,738	10,581	14,743	13,078	13,230	14,743
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE sistema	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO
FE ano	YES	YES	NO	NO	YES	YES	NO	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NUMBODMEET representa o número de reuniões anuais e BODAFFIL a média de participação dos membros em outros conselhos. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Tabela 24

Resultado das regressões logísticas para a variável de monitoramento AUDITBODCOM e da regressão probit para a variável de monitoramento BODAV

	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	BODAV	BODAV	BODAV	BODAV
intro	0,259 (1,057)	0,390 (1,048)	0,220 (1,045)	0,304 (1,039)	-0,0558 (0,0444)	-0,0675 (0,0464)	-0,0534 (0,0451)	-0,0654 (0,0471)
cresc	0,569 (0,347)	0,563* (0,339)	0,534 (0,336)	0,554* (0,335)	0,0387** (0,0153)	0,0312** (0,0156)	0,0363** (0,0153)	0,0297* (0,0156)
shakeout	0,269 (0,541)	0,230 (0,534)	0,326 (0,533)	0,246 (0,529)	0,00459 (0,0262)	0,0146 (0,0267)	4,89e-05 (0,0263)	0,0115 (0,0268)
declin	-0,429 (1,075)	-0,128 (1,048)	-0,353 (1,044)	-0,218 (1,035)	0,0485 (0,0671)	0,0216 (0,0678)	0,0520 (0,0662)	0,0266 (0,0672)
TAM	0,455*** (0,125)	0,276** (0,117)	0,377*** (0,117)	0,240** (0,112)	-0,0744*** (0,00570)	-0,0540*** (0,00565)	-0,0699*** (0,00574)	-0,0490*** (0,00569)
END	-0,638 (0,689)	-0,802 (0,665)	-1,008 (0,629)	-1,078* (0,615)	-0,115*** (0,0350)	-0,0947*** (0,0358)	-0,122*** (0,0350)	-0,104*** (0,0358)
ROA	-2,172 (2,002)	-2,158 (1,781)	-3,876** (1,796)	-3,483** (1,709)	-0,0546 (0,0531)	-0,0892 (0,0559)	-0,0335 (0,0539)	-0,0676 (0,0562)
COMP	1,606 (0,992)	0,547 (0,909)	1,272 (0,980)	0,284 (0,910)	-0,0409 (0,0505)	0,0922* (0,0503)	-0,0521 (0,0508)	0,0836* (0,0505)
QTOBIN	0,348* (0,181)	0,376** (0,186)	0,482** (0,198)	0,467** (0,197)	0,000821* (0,000473)	0,000815* (0,000470)	0,000926* (0,000489)	0,000938* (0,000489)
constante	-7,524*** (2,868)	-3,236 (2,698)	-3,346 (2,647)	-0,587 (2,536)	2,811*** (0,145)	2,306*** (0,143)	2,723*** (0,129)	2,271*** (0,128)
Obs.	6040	6069	6078	6107	5,279	5,279	5,279	5,279
Chi²	139,642	69,156	52,552	17,781	1048,470	443,570	604,460	132,460
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,038	0,000	0,000	0,000	0,000
FE sistema	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO
FE ano	YES	YES	NO	NO	YES	YES	NO	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente AUDITBODCOM assume valor 1 quando há comitê de auditoria e 0 caso contrário. A variável dependente BODAV representa o percentual médio de participação dos membros do Conselho nas reuniões. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Tabela 25

Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência

	CEOBOD	CEOBOD	CEOBOD	CEOBOD	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO
intro	-0,077 (0,463)	0,268 (0,438)	-0,153 (0,459)	0,245 (0,437)	0,372* (0,194)	0,392** (0,194)	0,297 (0,190)	0,320* (0,189)
cresc	-0,205 (0,129)	-0,086 (0,117)	-0,218* (0,127)	-0,111 (0,116)	-0,012 (0,064)	0,001 (0,063)	-0,025 (0,062)	-0,017 (0,061)
shakeout	0,235 (0,231)	0,099 (0,215)	0,220 (0,230)	0,072 (0,214)	0,020 (0,111)	0,005 (0,110)	-0,007 (0,108)	-0,020 (0,108)
declin	-0,419 (0,530)	-0,058 (0,480)	-0,451 (0,527)	-0,111 (0,478)	0,071 (0,250)	0,099 (0,249)	0,053 (0,245)	0,081 (0,244)
TAM	0,073 (0,049)	-0,152*** (0,046)	0,065 (0,049)	-0,161*** (0,045)	0,298*** (0,025)	0,265*** (0,024)	0,250*** (0,024)	0,219*** (0,023)
END	1,036*** (0,314)	0,587** (0,286)	0,992*** (0,310)	0,622** (0,284)	-0,382*** (0,146)	-0,395*** (0,145)	-0,248* (0,142)	-0,246* (0,141)
ROA	0,060 (0,659)	-0,054 (0,538)	-0,206 (0,664)	-0,108 (0,545)	0,436 (0,277)	0,476* (0,279)	-0,009 (0,240)	0,028 (0,243)
COMP	0,905** (0,436)	-0,754** (0,365)	0,818* (0,434)	-0,798** (0,362)	0,337* (0,204)	0,119 (0,201)	0,211 (0,199)	-0,000 (0,196)
QTOBIN	-0,000 (0,003)	-0,002 (0,002)	-0,000 (0,003)	-0,001 (0,002)	0,005** (0,003)	0,005* (0,003)	0,005* (0,003)	0,004* (0,002)
constante	0,845 (1,184)	6,501*** (1,098)	1,710 (1,076)	6,086*** (1,006)	-7,117*** (0,584)	-6,315*** (0,568)	-5,970*** (0,533)	-5,346*** (0,521)
Obs.	5945	5945	5983	5983	6074	6103	6078	6107
Chi²	691,334	38,806	671,969	18,328	414,002	364,625	151,305	100,667
Prob > Chi²	0,000	0,005	0,000	0,032	0,000	0,000	0,000	0,000
FE sistema	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO
FE ano	YES	YES	NO	NO	YES	YES	NO	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOBOD assume valor 1 quando o CEO é membro do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente CHAIREXCEO assume valor 1 quando o presidente do conselho já foi CEO e 0 caso contrário. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Tabela 26

Resultado das regressões logísticas para a variável de independência CEOCHAIRSEP e das regressões probit para a variável de independência INDEP

	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	INDEP	INDEP	INDEP	INDEP
intro	0,409** (0,192)	0,432** (0,191)	0,415** (0,191)	0,440** (0,190)	-0,00255 (0,0481)	0,0217 (0,0543)	-0,00500 (0,0479)	0,0236 (0,0539)
cresc	-0,009 (0,061)	-0,001 (0,061)	-0,017 (0,061)	-0,011 (0,060)	-0,00898 (0,0157)	0,0116 (0,0176)	-0,00356 (0,0159)	0,0143 (0,0177)
shakeout	-0,060 (0,106)	-0,069 (0,106)	-0,062 (0,106)	-0,076 (0,105)	-0,0807*** (0,0267)	-0,107*** (0,0307)	-0,0752*** (0,0273)	-0,101*** (0,0311)
declin	0,087 (0,244)	0,122 (0,242)	0,080 (0,242)	0,113 (0,240)	0,0107 (0,0718)	0,0369 (0,0761)	0,00907 (0,0757)	0,0330 (0,0784)
TAM	0,346*** (0,024)	0,315*** (0,023)	0,349*** (0,024)	0,313*** (0,023)	0,116*** (0,00576)	0,0636*** (0,00665)	0,113*** (0,00580)	0,0617*** (0,00659)
END	0,089 (0,138)	0,068 (0,137)	0,135 (0,137)	0,123 (0,136)	-0,0944*** (0,0340)	-0,135*** (0,0384)	-0,116*** (0,0344)	-0,138*** (0,0384)
ROA	0,713*** (0,271)	0,732*** (0,271)	0,748*** (0,267)	0,768*** (0,267)	-0,0222 (0,0446)	-0,00194 (0,0492)	-0,0590 (0,0442)	-0,0155 (0,0484)
COMP	0,261 (0,196)	0,021 (0,192)	0,303 (0,195)	0,035 (0,191)	-0,0569 (0,0490)	-0,364*** (0,0532)	-0,0744 (0,0498)	-0,356*** (0,0532)
QTOBIN	0,004 (0,003)	0,004 (0,003)	0,004 (0,003)	0,004 (0,003)	0,000169 (0,000362)	-8,86e-05 (0,000426)	0,000143 (0,000360)	-0,000165 (0,000426)
constante	-6,926*** (0,567)	-6,172*** (0,553)	-7,772*** (0,526)	-7,017*** (0,513)	-2,321*** (0,143)	-1,055*** (0,162)	-1,750*** (0,128)	-0,706*** (0,146)
Obs.	6107	6107	6107	6107	5989	5989	5989	5989
Chi²	388,725	308,695	347,572	248,585	2079,160	271,400	1832,180	198,310
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE sistema	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO
FE ano	YES	YES	NO	NO	YES	YES	NO	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOCHAIRSEP assume valor 1 quando o CEO foi simultaneamente presidente do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente INDEP representa o percentual de membros independentes no *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Tabela 27

Resultado das regressões probit para as variáveis de independência

	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NONEXBOD	NONEXBOD	NONEXBOD	NONEXBOD
intro	0,265*** (0,0952)	0,271*** (0,0958)	0,260*** (0,0950)	0,263*** (0,0955)	0,105*** (0,0384)	0,0992*** (0,0376)	0,105*** (0,0385)	0,0986*** (0,0374)
cresc	0,00461 (0,0392)	0,00873 (0,0394)	0,00534 (0,0390)	0,00561 (0,0390)	-0,0258** (0,0124)	-0,0266** (0,0125)	-0,0255** (0,0125)	-0,0263** (0,0126)
shakeout	-0,0258 (0,0585)	-0,0218 (0,0588)	-0,0122 (0,0588)	-0,0123 (0,0589)	-0,0273 (0,0226)	-0,0266 (0,0229)	-0,0276 (0,0225)	-0,0261 (0,0229)
declin	0,112 (0,111)	0,132 (0,108)	0,0822 (0,109)	0,0976 (0,107)	0,00793 (0,0471)	0,000292 (0,0478)	0,00250 (0,0472)	-0,00523 (0,0481)
TAM	0,163*** (0,0139)	0,147*** (0,0141)	0,171*** (0,0139)	0,157*** (0,0141)	0,121*** (0,00482)	0,127*** (0,00484)	0,123*** (0,00477)	0,130*** (0,00481)
END	-0,0896 (0,0733)	-0,107 (0,0729)	-0,168** (0,0746)	-0,178** (0,0740)	-0,0168 (0,0261)	-0,0108 (0,0264)	-0,0359 (0,0265)	-0,0326 (0,0269)
ROA	0,144** (0,0686)	0,149** (0,0682)	0,185*** (0,0711)	0,188*** (0,0709)	0,0376 (0,0331)	0,0388 (0,0335)	0,0372 (0,0332)	0,0385 (0,0337)
COMP	-0,295*** (0,113)	-0,409*** (0,111)	-0,306*** (0,113)	-0,414*** (0,112)	-0,285*** (0,0397)	-0,231*** (0,0402)	-0,294*** (0,0404)	-0,235*** (0,0412)
QTOBIN	0,000362 (0,000951)	0,000409 (0,000955)	0,000804 (0,00106)	0,000785 (0,00104)	-0,000207 (0,000318)	-0,000131 (0,000295)	-0,000136 (0,000316)	-3,54e-05 (0,000290)
constante	-2,324*** (0,324)	-1,915*** (0,331)	-1,956*** (0,299)	-1,646*** (0,305)	-1,835*** (0,116)	-1,984*** (0,116)	-1,765*** (0,105)	-1,905*** (0,106)
Obs.	5566	5566	5566	5566	5980	5980	5980	5980
Chi²	490,970	431,020	243,140	207,330	1282,210	1210,890	1107,420	1019,250
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE sistema	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO
FE ano	YES	YES	NO	NO	YES	YES	NO	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NOMCOMINDEP representa o percentual de membros não executivos no comitê de nomeação. A variável dependente NONEXBOD representa o percentual de membros do conselho que não são executivos da empresa. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

Tabela 28

Resultado das regressões probit para a variável de independência

	STRINDEP	STRINDEP	STRINDEP	STRINDEP
intro	0,023 (0,056)	0,031 (0,057)	-0,001 (0,057)	0,005 (0,058)
cresc	0,006 (0,017)	0,010 (0,017)	0,010 (0,018)	0,012 (0,018)
shakeout	-0,001 (0,031)	-0,002 (0,031)	-0,013 (0,032)	-0,013 (0,033)
declin	0,048 (0,069)	0,054 (0,070)	0,056 (0,072)	0,059 (0,072)
TAM	0,040*** (0,007)	0,028*** (0,007)	0,039*** (0,007)	0,031*** (0,007)
END	0,087** (0,040)	0,094** (0,041)	0,009 (0,042)	0,018 (0,042)
ROA	-0,135** (0,069)	-0,110 (0,069)	-0,212*** (0,070)	-0,194*** (0,070)
COMP	-0,146*** (0,054)	-0,210*** (0,054)	-0,201*** (0,056)	-0,243*** (0,056)
QTOBIN	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
constante	-1,881*** (0,176)	-1,614*** (0,176)	-0,855*** (0,150)	-0,688*** (0,149)
Obs.	4520	4520	4520	4520
Chi²	433,270	326,760	126,640	77,450
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000
FE sistema	YES	NO	YES	NO
FE ano	YES	YES	NO	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente STRINDEP representa o percentual de membros estritamente independentes do conselho. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

As tabelas 23 e 24 mostram que os resultados para as variáveis de monitoramento apresentaram resultados convergentes com os apresentados anteriormente. A variável BODAFFIL não apresentou significância estatística para os resultados dos estágios de introdução e *shake-out* como no subcapítulo anterior. Já a variável BODAV não se mostrou significativamente maior na maturidade se comparada à introdução, como os resultados anteriores demonstravam. As outras variáveis de monitoramento se comportaram da mesma maneira.

As tabelas 25, 26, 27 e 28 apresentam os resultados para as variáveis de independência. As variáveis CEOBOD, CHAIREXCEO e CEOCHAIRSEP não mostraram diferenças para os resultados anteriormente obtidos. INDEP, diferentemente de antes, não

apresentou significância estatística para os estágios de introdução e crescimento. As variáveis NOMCOMINDEP, NONEXBOD e STRINDEP também apresentaram resultados convergentes com os anteriores, corroborando com os achados gerais da pesquisa para o conceito de independência. Já na tabela 29 é possível observar que, da mesma maneira que nos resultados previamente apresentados, a variável BODSIZE também se mostrou estatisticamente maior no estágio de maturidade que nos estágios de crescimento e declínio.

Tabela 29

Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE

	BODSIZE	BODSIZE	BODSIZE	BODSIZE
intro	0,200 (0,282)	0,130 (0,275)	0,197 (0,281)	0,197 (0,281)
cresc	-0,270*** (0,091)	-0,321*** (0,098)	-0,278*** (0,091)	-0,278*** (0,091)
shakeout	0,002 (0,168)	0,095 (0,192)	-0,007 (0,168)	-0,007 (0,168)
declin	-0,827* (0,438)	-0,915** (0,383)	-0,842* (0,434)	-0,842* (0,434)
TAM	1,108*** (0,059)	1,236*** (0,065)	1,111*** (0,058)	1,111*** (0,058)
END	0,395 (0,326)	0,531 (0,345)	0,415 (0,325)	0,415 (0,325)
ROA	-0,146 (0,323)	-0,228 (0,362)	-0,079 (0,317)	-0,079 (0,317)
COMP	-0,275 (0,529)	0,608 (0,567)	-0,253 (0,524)	-0,253 (0,524)
QTOBIN	0,005 (0,004)	0,006 (0,005)	0,005 (0,004)	0,005 (0,004)
constante	-14,427*** (1,317)	-17,555*** (1,426)	-14,515*** (1,286)	-14,515*** (1,286)
Obs.	6104	6104	6104	6104
R ² ajustado	0,347	0,272	0,347	0,347
F	53,970	54,754	56,391	56,391
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000
FE sistema	YES	NO	YES	NO
FE ano	YES	YES	NO	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente BODSIZE representa o número membros do *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

De maneira geral, é possível afirmar que os resultados foram próximos, dando robustez aos achados previamente apresentados no início do capítulo.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa buscou compreender como os estágios de ciclo de vida das empresas afetam a maneira como as estruturas de Governança Corporativa — mais especificamente, o Conselho de Administração — se adaptam, nos mais variados ambientes, ao redor do mundo.

Para tanto, foram estabelecidos três conceitos amplos: características de monitoramento, de independência e de tamanho do Conselho. Eles foram estudados a partir de variáveis observáveis das firmas e usados como parâmetros para compreender como o mecanismo de Governança Corporativa se adaptava a cada estágio do ciclo de vida da firma.

A partir dos resultados, foi possível identificar que as firmas no estágio de maturidade possuem menos características de monitoramento do que firmas nos demais estágios, como previu a primeira hipótese. É possível entender que, por estarem em seu auge, dispondo de maior estabilidade de caixa, as firmas maduras não necessitem tanto de reuniões, nem de *boards* extremamente ativos. Para as amostras com empresas dos EUA e amostra com companhias da UE os resultados foram no mesmo sentido.

Indo ao encontro do proposto pela segunda hipótese, os resultados para independência do Conselho de Administração se mostraram maiores para firmas na maturidade quando comparadas àquelas nos estágios de introdução e crescimento. Uma possível explicação é a maior presença de acionistas iniciais e fundadores na gestão, nos estágios de introdução e crescimento, afetando a independência da companhia. A pesquisa mostra também que, na maturidade, mesmo com maior independência, outros elementos favoráveis ao monitoramento diminuem. Para as empresas americanas o resultado foi parecido com a amostra total, enquanto nas empresas europeias poucos resultados foram significativos. Além disso, para todas as amostras verificou-se uma relação positiva entre o tamanho da firma e o nível de independência.

Olhando para o tamanho do conselho, os resultados mostraram que na maturidade, eles são maiores que no crescimento e no declínio tanto para a amostra total, quanto só para os EUA como só para a UE. Estes achados vão ao encontro do previsto pela terceira

hipótese. Além disso, o tamanho do conselho mostrou-se relacionado positivamente com o tamanho da firma, e nos casos da amostra total e da amostra com empresas americanas, positivamente relacionado com a complexidade da firma.

Os resultados como um todo auxiliam na compreensão da relação entre a dinâmica do ciclo de vida das empresas e a dinâmica das estruturas de Governança Corporativa. Futuros estudos podem buscar estudar essas relações envolvendo outros tipos de organizações como empresas familiares, empresas do setor financeiro, empresas do setor público, entre outros.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 145-170.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and economics*, 15(2-3), 203-227.
- Assunção, R. R., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. (2017). Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 28(74), 213-228.
- Baldenius, T., Melumad, N., & Meng, X. (2014). Board composition and CEO power. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 53-68.
- Belot, F., Ginglinger, E., Slovin, M. B., & Sushka, M. E. (2014). Freedom of choice between unitary and two-tier boards: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 364-385.
- Black, B. S., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.
- Bonn, I., & Pettigrew, A. (2009). Towards a dynamic theory of boards: An organizational life cycle approach. *Journal of Management & Organization*, 15, 2-16.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101.
- Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533-553.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371-390.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.

- Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of management review*, 28(3), 432-446.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
- Cosset, J. C., Somé, H. Y., & Valéry, P. (2016). Does competition matter for corporate governance? The role of country characteristics. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), 1231-1267.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A., & Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics*, 43(2), 195-218.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39.
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160-181.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Ferreira, D., Ferreira, M. A., & Raposo, C. C. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, 99(3), 523-545.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087-1111.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279.
- Gort, M., & Klepper, S. (1982). Time paths in the diffusion of product innovations. *The Economic Journal*, 92(367), 630-653.

- Guest, P. M. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14, 51-72.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica-5*. Amgh Editora.
- Habib, A., Bhuiyan, M. B. U., & Hasan, M. M. (2018). Firm life cycle and advisory directors. *Australian Journal of Management*, 43(4), 575-592.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2018). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2009). CEO Power and Firm Performance: A Test of the Life-Cycle Theory. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(1), 35-66.
- Harris, M., & Raviv, A. (2006). A Theory of Board Control and Size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.
- Jacksén, D., & Pettersen, A. K. (2012). An Evolutionary Perspective on Corporate Governance applying Firm Life Cycle Theory. *Dissertação (Master Thesis in Accounting & Financial Management) – Department of Accounting, Stockholm School of Economics*, 1-89.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jovanovic, B. (1982). Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica*, 50(3), 649-670.
- Jungmann, C. (2006). The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), 426-474.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of economic literature*, 46(2), 285-332.

Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000. *Financial Management*, 747-780.

Li, Y., & Zhang, X. T. (2018). How Does Firm Life Cycle Affect Board Structure? Evidence from China's Listed Privately Owned Enterprises. *Management and Organization Review*, 14(2), 305-341.

Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328.

Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003). Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View. *Academy of Management Review*, 28(3), 416-431.

Maksimovic, V., & Phillips, G. (2008). The industry life cycle, acquisitions and investment: does firm organization matter? *The Journal of Finance*, 63(2), 673-708.

Miller, D., & Friesen, H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183.

Moore, K., & Yuen, S. (2001). Management accounting systems and organizational configuration: a life-cycle perspective. *Accounting, Organizations and Society*, 26, 351-389.

O'Connor, T., & Byrne, J. (2015). Governance and corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 23-43.

O'Connor, T., & Esqueda, O. A. (2018). Corporate governance and life-cycles in emerging markets (No. n291-18. pdf). *Department of Economics, Finance and Accounting, National University of Ireland-Maynooth*.

OECD (2017). OECD Corporate Governance Factbook 2017. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.htm>>. Acesso em: 25 mai. 2019.

Papke, L. E., & Wooldridge, J. M. (1996). Econometric methods for fractional response variables with an application to 401 (k) plan participation rates. *Journal of applied econometrics*, 11(6), 619-632.

Perrault, E., & McHugh, P. (2015). Toward a life cycle theory of board evolution: Considering firm legitimacy. *Journal of Management & Organization*, 21(5), 627-649.

Pye, A., & Pettigrew, A. (2005). Studying board context, process and dynamics: Some challenges for the future. *British Journal of Management*, 16, S27-S38.

Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A Theory of Corporate Boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306.

Schwartz-Ziv, M., & Weisbach, M. S. (2013). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 349-366.

- Shaukat, A., & Trojanowski, G. (2018). Board governance and corporate performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(1-2), 184-208.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. (Tese de doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1-254.
- Vafeas, N. (1999a). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.
- Vafeas, N. (1999b). The nature of board nominating committees and their role in corporate governance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(1-2), 199-225.
- Vafeas, N., & Theodorou, E. (1998). The relationship between board structure and firm performance in the UK. *The British Accounting Review*, 30(4), 383-407.
- Vorst, P., & Yohn, T. L. (2018). Life Cycle Models and Forecasting Growth and Profitability. *The Accounting Review*, 93(6), 357-381.
- Yan, Z., & Zhao, Y. (2010). A new methodology of measuring firm life-cycle stages. *International Journal of Economic Perspectives*, 4(4), 579-587.

APÊNDICE A

Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento nos EUA

	NUMBODMEET	NUMBODMEET	BODAFFIL	BODAFFIL
intro	0,383 (0,469)	1,541*** (0,558)	-0,186* (0,102)	0,066 (0,109)
cresc	0,027 (0,147)	0,214 (0,171)	-0,025 (0,024)	-0,052* (0,029)
shakeout	0,613** (0,249)	1,390*** (0,451)	0,011 (0,065)	0,089 (0,081)
declin	3,516*** (1,144)	4,394*** (1,329)	0,001 (0,095)	0,231 (0,170)
TAM	0,602** (0,241)	0,155 (0,121)	0,075 (0,060)	0,174*** (0,029)
END	2,295*** (0,792)	2,102*** (0,646)	-0,088 (0,178)	0,271*** (0,100)
ROA	-1,205 (0,753)	-1,409 (0,864)	0,092 (0,172)	-0,138 (0,144)
COMP	-1,750 (1,619)	-3,190*** (1,071)	0,185 (0,516)	0,202 (0,188)
QTOBIN	-0,099 (0,076)	-0,187** (0,076)	-0,012 (0,014)	0,011 (0,011)
constante	-6,456 (5,653)	4,209 (2,833)	-0,351 (1,409)	-2,863*** (0,649)
Obs.	2766	2998	2752	2986
R ² ajustado	0,431	0,088	0,600	0,230
F	4,073	9,385	0,898	6,777
Prob > F	0,000	0,000	0,527	0,000
FE industria	YES	YES	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	YES
FE firma	YES	NO	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NUMBODMEET representa o número de reuniões anuais e BODAFFIL a média de participação dos membros em outros conselhos. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE B

Resultado das regressões logística e probit para as variáveis de monitoramento nos EUA

	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	BODAV	BODAV	BODAV
intro				-0,036 (0,032)	-0,045 (0,032)	-0,036 (0,033)
cresc	0,501 (0,698)	0,253 (0,629)	0,615 (0,596)	0,022 (0,015)	0,030** (0,015)	0,018 (0,015)
shakeout	-1,422** (0,718)	-1,244* (0,664)	-1,109* (0,589)	-0,000 (0,024)	-0,002 (0,024)	-0,006 (0,024)
declin	-1,981 (1,370)	-2,014 (1,256)	-1,904 (1,160)	-0,017 (0,049)	-0,018 (0,046)	-0,025 (0,049)
TAM	0,566* (0,307)	0,282 (0,264)	0,237 (0,208)	0,035*** (0,007)	0,038*** (0,006)	0,036*** (0,007)
END	-1,524 (1,467)	0,066 (1,224)	-1,277 (1,129)	-0,023 (0,033)	-0,018 (0,032)	-0,020 (0,033)
ROA	-1,336 (4,583)	-4,912 (3,945)	-3,024 (2,777)	0,124** (0,058)	0,134** (0,059)	0,127** (0,058)
COMP	4,222 (3,136)	3,942* (2,389)	2,063 (2,542)	0,123** (0,056)	0,069 (0,053)	0,113** (0,056)
QTOBIN	0,274 (0,244)	0,014 (0,181)	0,306 (0,240)	0,004 (0,003)	0,001 (0,003)	0,005 (0,003)
constante	-9,775 (7,089)	-3,996 (6,238)	0,313 (4,780)	0,074 (0,167)	0,080 (0,162)	-0,067 (0,148)
Obs.	491	576	2496	2736	2736	2736
Chi²	36,457	22,196	25,859	225,980	485,420	131,830
Prob > Chi²	0,004	0,023	0,027	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	NO	YES
FE ano	YES	YES	NO	YES	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente AUDITBODCOM assume valor 1 quando há comitê de auditoria e 0 caso contrário. A variável dependente BODAV representa o percentual médio de participação dos membros do Conselho nas reuniões. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE C

Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência nos EUA

	CEOBOD	CEOBOD	CEOBOD	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO
intro	0,953 (1,074)	0,768 (1,075)	0,826 (1,070)	0,624** (0,283)	0,672** (0,282)	0,521* (0,275)
cresc	0,073 (0,315)	0,049 (0,310)	0,103 (0,313)	0,007 (0,090)	-0,031 (0,087)	0,026 (0,087)
shakeout	0,310 (0,615)	0,300 (0,611)	0,301 (0,610)	-0,102 (0,161)	-0,075 (0,159)	-0,082 (0,155)
declin	-0,103 (1,084)	-0,113 (1,063)	-0,056 (1,077)	-0,199 (0,366)	-0,115 (0,363)	-0,284 (0,358)
TAM	0,223 (0,143)	0,253* (0,137)	0,198 (0,136)	0,256*** (0,040)	0,239*** (0,039)	0,191*** (0,038)
END	0,021 (0,712)	-0,098 (0,669)	-0,081 (0,705)	-0,298 (0,215)	-0,370* (0,201)	-0,116 (0,207)
ROA	0,897 (0,951)	1,126 (0,925)	0,794 (0,939)	0,229 (0,370)	0,390 (0,362)	-0,202 (0,356)
COMP	-0,395 (1,081)	-0,630 (1,048)	-0,471 (1,082)	0,166 (0,341)	0,499 (0,312)	0,103 (0,330)
QTOBIN	0,022 (0,088)	0,007 (0,080)	0,020 (0,086)	-0,023 (0,029)	-0,004 (0,027)	0,011 (0,026)
constante	-2,393 (3,256)	-2,070 (3,163)	-1,372 (3,043)	-6,091*** (0,939)	-5,614*** (0,906)	-4,485*** (0,860)
Obs.	2839	2991	2862	3028	3028	3030
Chi²	33,509	14,758	24,571	240,502	208,003	60,502
Prob > Chi²	0,148	0,738	0,078	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	NO	YES
FE ano	YES	YES	NO	YES	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOBOD assume valor 1 quando o CEO é membro do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente CHAIREXCEO assume valor 1 quando o presidente do conselho já foi CEO e 0 caso contrário. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE D

Resultado das regressões logísticas e probit para as variáveis de independência nos EUA

	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	INDEP	INDEP	INDEP
intro	0,640* (0,345)	0,671* (0,343)	0,724** (0,343)	0,021 (0,075)	-0,001 (0,073)	0,015 (0,077)
cresc	0,039 (0,100)	0,032 (0,097)	0,010 (0,099)	-0,062*** (0,020)	-0,044** (0,021)	-0,050** (0,021)
shakeout	-0,185 (0,175)	-0,155 (0,173)	-0,146 (0,172)	-0,036 (0,033)	-0,041 (0,034)	-0,024 (0,037)
declin	0,077 (0,410)	0,082 (0,403)	0,180 (0,401)	0,098 (0,099)	0,084 (0,097)	0,078 (0,125)
TAM	0,293*** (0,045)	0,288*** (0,043)	0,324*** (0,043)	0,069*** (0,009)	0,080*** (0,008)	0,069*** (0,009)
END	0,284 (0,237)	0,244 (0,222)	0,275 (0,234)	0,072 (0,050)	0,033 (0,051)	0,046 (0,051)
ROA	0,688* (0,391)	0,727* (0,383)	0,908** (0,384)	0,059 (0,088)	0,081 (0,086)	0,059 (0,089)
COMP	0,741* (0,389)	1,101*** (0,357)	0,806** (0,384)	0,230*** (0,077)	0,133* (0,071)	0,177** (0,081)
QTOBIN	0,055* (0,032)	0,065** (0,031)	0,036 (0,030)	0,004 (0,005)	0,004 (0,005)	0,008 (0,006)
constante	-5,060*** (1,055)	-5,037*** (1,018)	-6,762*** (0,981)	-1,666*** (0,209)	-1,638*** (0,204)	-0,997*** (0,196)
Obs.	3026	3026	3030	3001	3001	3001
Chi²	186,750	147,865	130,404	445,230	238,730	276,190
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	NO	YES
FE ano	YES	YES	NO	YES	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOCHAIRSEP assume valor 1 quando o CEO foi simultaneamente presidente do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente INDEP representa o percentual de membros independentes no *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE E

Resultado das regressões probit para as variáveis de independência nos EUA

	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NONEXBOD	NONEXBOD	NONEXBOD
intro	0,397** (0,190)	0,387** (0,184)	0,399** (0,187)	0,067* (0,040)	0,062 (0,038)	0,079* (0,040)
cresc	-0,050 (0,076)	-0,046 (0,078)	-0,061 (0,071)	-0,051*** (0,013)	-0,052*** (0,013)	-0,051*** (0,013)
shakeout	0,226* (0,123)	0,256** (0,123)	0,210* (0,126)	-0,012 (0,022)	-0,015 (0,023)	-0,011 (0,023)
declin	0,403 (0,276)	0,344 (0,240)	0,375 (0,250)	0,069 (0,052)	0,078 (0,053)	0,087 (0,054)
TAM	0,200*** (0,037)	0,191*** (0,033)	0,247*** (0,033)	0,084*** (0,006)	0,086*** (0,005)	0,093*** (0,006)
END	0,192 (0,169)	0,144 (0,140)	-0,011 (0,162)	0,122*** (0,035)	0,136*** (0,035)	0,097*** (0,035)
ROA	-0,092 (0,234)	-0,087 (0,217)	0,136 (0,213)	-0,010 (0,052)	0,041 (0,051)	0,046 (0,052)
COMP	0,769* (0,464)	0,924** (0,437)	0,674 (0,458)	0,153*** (0,049)	0,119*** (0,045)	0,143*** (0,050)
QTOBIN	0,001 (0,022)	0,008 (0,022)	-0,006 (0,019)	-0,005 (0,004)	-0,005 (0,004)	-0,007* (0,004)
constante	-3,420*** (0,871)	-3,078*** (0,822)	-3,783*** (0,748)	-1,087*** (0,131)	-1,033*** (0,128)	-1,221*** (0,127)
Obs.	2793	2793	2793	2969	2969	2969
Chi²	2580,450	1133,390	2501,610	916,370	679,980	672,790
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	NO	YES
FE ano	YES	YES	NO	YES	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NOMCOMINDEP representa o percentual de membros não executivos no comitê de nomeação. A variável dependente NONEXBOD representa o percentual de membros do conselho que não são executivos da empresa. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE F

Resultado das regressões probit para a variável de independência nos EUA

	STRINDEP	STRINDEP	STRINDEP
intro	0,056 (0,076)	0,049 (0,076)	0,022 (0,083)
cresc	-0,019 (0,024)	-0,012 (0,023)	-0,000 (0,025)
shakeout	-0,021 (0,046)	-0,017 (0,045)	-0,034 (0,049)
declin	0,124 (0,091)	0,121 (0,089)	0,134 (0,104)
TAM	0,050*** (0,010)	0,047*** (0,010)	0,055*** (0,011)
END	0,159*** (0,055)	0,137*** (0,053)	0,074 (0,060)
ROA	-0,152 (0,095)	-0,150 (0,094)	-0,204** (0,096)
COMP	-0,084 (0,086)	-0,098 (0,079)	-0,163* (0,093)
QTOBIN	-0,013* (0,007)	-0,014** (0,007)	-0,010 (0,007)
constante	-2,498*** (0,267)	-2,269*** (0,262)	-1,386*** (0,246)
Obs.	2701	2701	2701
Chi²	5370,220	5099,030	103,960
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES
FE ano	YES	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente STRINDEP representa o percentual de membros estritamente independentes do conselho. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE G

Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE nos EUA

	BODSIZE	BODSIZE
intro	-0,075 (0,204)	-0,160 (0,267)
cresc	0,078 (0,064)	-0,309*** (0,099)
shakeout	-0,052 (0,115)	-0,225 (0,143)
declin	-0,501* (0,258)	-0,461 (0,280)
TAM	0,840*** (0,140)	1,062*** (0,063)
END	-0,481 (0,340)	-0,292 (0,327)
ROA	-0,326 (0,385)	-0,876** (0,407)
COMP	1,228 (0,987)	1,364** (0,626)
QTOBIN	-0,004 (0,038)	0,059 (0,037)
constante	-8,669*** (3,285)	-13,819*** (1,416)
Obs.	2796	3030
R ² ajustado	0,693	0,318
F	5,512	41,522
Prob > F	0,000	0,000
FE industria	YES	YES
FE ano	YES	YES
FE firma	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente BODSIZE representa o número membros do *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE H

Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento na UE

	NUMBODMEET	NUMBODMEET	BODAFFIL	BODAFFIL
intro	-0,780 (1,005)	0,183 (1,086)	0,066 (0,126)	-0,010 (0,142)
cresc	0,239 (0,163)	0,116 (0,187)	0,043 (0,061)	-0,001 (0,063)
shakeout	0,436* (0,258)	0,576* (0,308)	-0,106 (0,089)	-0,026 (0,072)
declin	0,453 (0,714)	0,782 (0,854)	-0,296 (0,312)	-0,394* (0,217)
TAM	-0,505* (0,290)	0,051 (0,113)	0,243** (0,114)	0,227*** (0,028)
END	0,806 (1,126)	2,568*** (0,713)	-0,618* (0,315)	-0,069 (0,151)
ROA	-2,843** (1,211)	-4,150*** (1,349)	-0,155 (0,304)	-0,193 (0,278)
COMP	-7,394*** (2,000)	-0,228 (0,998)	0,871 (0,768)	0,192 (0,234)
QTOBIN	-0,043*** (0,002)	0,003 (0,006)	0,001 (0,001)	0,000 (0,001)
constante	21,625*** (6,569)	6,272** (2,654)	-3,826 (2,645)	-3,632*** (0,643)
Obs.	1892	1952	1939	1999
R ² ajustado	0,561	0,227	0,471	0,327
F	122,553	4,014	1,431	8,319
Prob > F	0,000	0,000	0,174	0,000
FE industria	YES	YES	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	YES
FE pais	YES	YES	YES	YES
FE firma	YES	NO	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NUMBODMEET representa o número de reuniões anuais e BODAFFIL a média de participação dos membros em outros conselhos. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE I

Resultado das regressões logísticas e probit para as variáveis de monitoramento na UE

	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	BODAV	BODAV	BODAV	BODAV
intro	0,805 (1,248)	0,736 (1,178)	0,408 (1,197)	0,778 (1,210)	0,007 (0,107)	0,003 (0,113)	0,067 (0,125)	0,041 (0,106)
cresc	0,546 (0,455)	0,519 (0,436)	0,502 (0,432)	0,521 (0,442)	-0,020 (0,028)	-0,030 (0,028)	-0,030 (0,028)	-0,023 (0,028)
shakeout					0,029 (0,042)	0,021 (0,040)	0,033 (0,044)	0,021 (0,043)
declin					0,133 (0,126)	0,134 (0,128)	0,213 (0,133)	0,148 (0,134)
TAM	0,933*** (0,201)	0,815*** (0,179)	0,464*** (0,142)	0,970*** (0,199)	-0,044*** (0,010)	-0,049*** (0,009)	-0,080*** (0,009)	-0,047*** (0,010)
END	-0,255 (1,185)	-1,311 (0,903)	-1,113 (0,975)	-0,546 (1,156)	-0,244*** (0,066)	-0,206*** (0,065)	-0,209*** (0,068)	-0,234*** (0,065)
ROA	-3,105 (3,063)	-4,133 (3,057)	-2,041 (2,288)	-2,531 (2,805)	0,180 (0,165)	0,160 (0,161)	0,195 (0,157)	0,060 (0,185)
COMP	1,108 (1,722)	1,184 (1,399)	0,753 (1,398)	0,857 (1,695)	0,422*** (0,089)	0,375*** (0,080)	0,359*** (0,087)	0,350*** (0,091)
QTOBIN	1,246*** (0,434)	1,267*** (0,399)	1,139*** (0,362)	1,179*** (0,416)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	-0,000 (0,001)	0,001 (0,001)
constante	-18,824*** (4,764)	-17,357*** (4,288)	-4,983 (3,445)	-18,012*** (4,568)	5,329*** (0,330)	5,459*** (0,316)	6,454*** (0,294)	2,556*** (0,243)
Obs.	1379	1574	1560	1385	1693	1693	1693	1693
Chi²	99,949	76,415	48,329	92,649	508131	4487,100	117094	401,770
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente AUDITBODCOM assume valor 1 quando há comitê de auditoria e 0 caso contrário. A variável dependente BODAV representa o percentual médio de participação dos membros do Conselho nas reuniões. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE J

Resultado das regressões logísticas para as variáveis de independência na UE

	CEOBOD	CEOBOD	CEOBOD	CEOBOD	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO
intro	-0,378 (0,871)	-0,599 (0,879)	-0,207 (0,668)	-0,376 (0,847)	0,254 (0,554)	0,253 (0,520)	0,229 (0,488)	0,366 (0,529)
cresc	-0,488** (0,201)	-0,415** (0,190)	-0,336** (0,154)	-0,525*** (0,197)	-0,026 (0,141)	-0,057 (0,137)	-0,008 (0,134)	-0,036 (0,137)
shakeout	-0,024 (0,318)	-0,230 (0,302)	0,268 (0,255)	-0,030 (0,317)	0,139 (0,209)	-0,029 (0,200)	0,124 (0,198)	0,066 (0,203)
declin	-0,615 (0,816)	-0,573 (0,830)	-0,664 (0,587)	-0,571 (0,829)	0,527 (0,534)	0,521 (0,521)	-0,290 (0,491)	0,623 (0,512)
TAM	0,189** (0,082)	0,096 (0,072)	-0,263*** (0,056)	0,172** (0,081)	0,230*** (0,054)	0,191*** (0,051)	0,262*** (0,046)	0,189*** (0,052)
END	2,503*** (0,539)	1,258*** (0,467)	1,261*** (0,410)	2,440*** (0,525)	-0,616* (0,334)	-0,647** (0,310)	-0,428 (0,308)	-0,471 (0,328)
ROA	0,420 (1,292)	-0,221 (1,207)	-0,879 (0,902)	-0,095 (1,283)	-0,695 (0,821)	-0,630 (0,775)	-1,164 (0,712)	-1,299* (0,744)
COMP	1,583** (0,699)	1,961*** (0,645)	0,796 (0,499)	1,306* (0,695)	0,703 (0,439)	0,955** (0,387)	0,941** (0,403)	0,429 (0,426)
QTOBIN	-0,008 (0,006)	-0,009 (0,006)	-0,009 (0,006)	-0,007 (0,006)	0,003 (0,006)	0,001 (0,006)	0,004 (0,006)	0,002 (0,006)
constante	-6,675*** (2,031)	-3,154* (1,830)	7,314*** (1,464)	-4,647** (1,830)	-5,667*** (1,298)	-4,530*** (1,237)	-6,963*** (1,115)	-5,447*** (1,187)
Obs.	1902	1902	1976	1911	2026	2026	2059	2033
Chi²	616,566	561,148	104,706	603,661	348,373	285,093	157,407	266,432
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOBOD assume valor 1 quando o CEO é membro do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente CHAIREXCEO assume valor 1 quando o presidente do conselho já foi CEO e 0 caso contrário. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE K

Resultado das regressões logísticas e probit para as variáveis de independência na UE

	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	INDEP	INDEP	INDEP	INDEP
intro	0,583 (0,545)	0,564 (0,514)	0,332 (0,443)	0,530 (0,534)	-0,089 (0,106)	-0,145 (0,104)	-0,113 (0,104)	-0,087 (0,106)
cresc	-0,138 (0,135)	-0,129 (0,130)	-0,034 (0,117)	-0,119 (0,134)	-0,010 (0,026)	-0,003 (0,027)	-0,015 (0,029)	-0,005 (0,026)
shakeout	0,197 (0,197)	-0,058 (0,189)	0,113 (0,174)	0,173 (0,195)	-0,015 (0,034)	-0,045 (0,035)	-0,022 (0,039)	-0,006 (0,035)
declin	0,344 (0,525)	0,293 (0,511)	-0,812* (0,483)	0,283 (0,523)	-0,025 (0,129)	-0,072 (0,129)	0,112 (0,126)	-0,021 (0,133)
TAM	0,145*** (0,050)	0,117** (0,047)	0,308*** (0,041)	0,139*** (0,050)	0,084*** (0,010)	0,084*** (0,009)	0,076*** (0,009)	0,088*** (0,010)
END	-0,026 (0,309)	-0,110 (0,281)	-0,029 (0,271)	0,058 (0,308)	-0,032 (0,059)	-0,163*** (0,058)	-0,120** (0,061)	-0,049 (0,058)
ROA	-1,466** (0,716)	-1,405** (0,673)	-1,577** (0,617)	-1,329* (0,703)	-0,211* (0,121)	-0,200* (0,119)	-0,127 (0,124)	-0,192* (0,116)
COMP	0,169 (0,443)	0,263 (0,374)	0,278 (0,360)	0,278 (0,438)	0,023 (0,071)	0,074 (0,069)	-0,090 (0,078)	0,026 (0,072)
QTOBIN	-0,001 (0,006)	-0,004 (0,006)	0,000 (0,006)	-0,002 (0,006)	-0,003*** (0,000)	-0,002*** (0,000)	-0,001*** (0,000)	-0,003*** (0,000)
constante	-4,012*** (1,229)	-2,635** (1,153)	-7,634*** (0,992)	-5,054*** (1,157)	-2,275*** (0,255)	-2,155*** (0,254)	-1,605*** (0,240)	-2,132*** (0,220)
Obs.	2032	2032	2059	2039	1998	1998	1998	1998
Chi²	643,938	541,387	140,652	631,010	10551,830	9688,210	7904,160	891,940
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOCHAIRSEP assume valor 1 quando o CEO foi simultaneamente presidente do *board* e 0 caso contrário. A variável dependente INDEP representa o percentual de membros independentes no *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE L

Resultado das regressões probit para as variáveis de independência na UE

	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP	NONEXBOD	NONEXBOD	NONEXBOD	NONEXBOD
intro	-0,143 (0,145)	-0,142 (0,141)	-0,133 (0,151)	-0,103 (0,140)	0,017 (0,065)	-0,003 (0,071)	-0,049 (0,090)	0,027 (0,067)
cresc	0,027 (0,055)	0,022 (0,055)	0,018 (0,055)	-0,002 (0,054)	-0,012 (0,023)	-0,017 (0,023)	0,007 (0,026)	-0,023 (0,023)
shakeout	-0,072 (0,071)	-0,047 (0,070)	-0,084 (0,069)	-0,049 (0,074)	0,009 (0,030)	0,024 (0,030)	-0,053 (0,037)	0,015 (0,031)
declin	-0,014 (0,114)	-0,008 (0,126)	0,044 (0,127)	0,002 (0,111)	-0,033 (0,070)	-0,048 (0,069)	-0,045 (0,089)	-0,016 (0,070)
TAM	0,071*** (0,019)	0,089*** (0,018)	0,103*** (0,018)	0,072*** (0,019)	0,082*** (0,008)	0,086*** (0,008)	0,160*** (0,008)	0,085*** (0,008)
END	0,024 (0,108)	0,013 (0,103)	0,043 (0,100)	-0,040 (0,109)	0,017 (0,044)	-0,029 (0,043)	0,030 (0,052)	-0,011 (0,044)
ROA	0,070 (0,234)	0,172 (0,227)	0,168 (0,226)	-0,015 (0,226)	-0,044 (0,094)	0,037 (0,094)	0,105 (0,116)	-0,108 (0,097)
COMP	-0,292** (0,127)	-0,288** (0,113)	-0,267** (0,127)	-0,413*** (0,123)	-0,283*** (0,054)	-0,276*** (0,052)	-0,143** (0,072)	-0,328*** (0,056)
QTOBIN	0,018 (0,012)	0,017 (0,013)	0,008 (0,008)	0,010 (0,009)	-0,001*** (0,000)	-0,001*** (0,000)	-0,000 (0,001)	-0,001** (0,000)
constante	-0,136 (0,470)	-0,589 (0,432)	-1,489*** (0,429)	0,567 (0,465)	-0,776*** (0,195)	-0,864*** (0,196)	-3,159*** (0,194)	-0,536*** (0,189)
Obs.	1952	1952	1952	1952	2023	2023	2023	2023
Chi²	3720,240	3519,660	1893,540	1144,010	3013,460	2584,900	979,740	2904,530
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NOMCOMINDEP representa o percentual de membros não executivos no comitê de nomeação. A variável dependente NONEXBOD representa o percentual de membros do conselho que não são executivos da empresa. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE M

Resultado das regressões probit para a variável de independência na UE

	STRINDEP	STRINDEP	STRINDEP	STRINDEP
intro	-0,137 (0,194)	-0,176 (0,179)	-0,054 (0,184)	-0,094 (0,191)
cresc	0,013 (0,034)	0,011 (0,034)	0,019 (0,035)	-0,005 (0,033)
shakeout	-0,020 (0,042)	-0,040 (0,042)	0,005 (0,045)	-0,013 (0,043)
declin	-0,039 (0,130)	-0,085 (0,124)	0,081 (0,130)	0,001 (0,138)
TAM	0,052*** (0,011)	0,047*** (0,011)	0,025** (0,011)	0,057*** (0,012)
END	0,150* (0,079)	0,099 (0,074)	0,115 (0,080)	0,068 (0,080)
ROA	0,204 (0,155)	0,123 (0,154)	0,232 (0,159)	0,014 (0,153)
COMP	-0,171* (0,092)	-0,065 (0,084)	-0,208** (0,096)	-0,290*** (0,095)
QTOBIN	-0,002*** (0,000)	-0,002*** (0,000)	-0,003*** (0,000)	-0,002*** (0,001)
constante	-1,938*** (0,403)	-1,790*** (0,396)	-1,115*** (0,288)	-1,431*** (0,381)
Obs.	1147	1147	1147	1147
Chi²	2847,030	1977,070	1752,360	4.750e+12
Prob > Chi²	0,000	0,000	0,000	0,000
FE industria	YES	NO	YES	YES
FE ano	YES	YES	YES	NO
FE pais	YES	YES	NO	YES

Notas: Erros-padrão estão em parênteses. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente STRINDEP representa o percentual de membros estritamente independentes do conselho. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE N

Resultado das regressões em painel para a variável BODSIZE na UE

	BODSIZE	BODSIZE
intro	-0,265 (0,217)	-0,460 (0,639)
cresc	-0,135 (0,101)	-0,316* (0,164)
shakeout	0,073 (0,155)	0,029 (0,262)
declin	-0,642 (0,391)	-1,228*** (0,327)
TAM	1,114*** (0,302)	1,359*** (0,107)
END	0,305 (0,654)	0,951 (0,606)
ROA	-1,306** (0,635)	0,739 (0,999)
COMP	2,844** (1,376)	-0,874 (0,939)
QTOBIN	0,009*** (0,001)	0,004 (0,004)
constante	-14,611** (6,755)	-19,742*** (2,461)
Obs.	1997	2064
R ² ajustado	0,870	0,534
F	8,526	25,409
Prob > F	0,000	0,000
FE industria	YES	YES
FE ano	YES	YES
FE pais	YES	YES
FE firma	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente BODSIZE representa o número membros do *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. TAM: *proxy* do tamanho da empresa. END: endividamento da empresa. ROA: retorno sobre os ativos da empresa. COMP: variável de complexidade da empresa. QTOBIN: Q de Tobin da empresa.

APÊNDICE O

Resultado das regressões em painel para as variáveis de monitoramento

	NUMBODMEET	NUMBODMEET	BODAFFIL	BODAFFIL	AUDITBODCOM	AUDITBODCOM	BODAV	BODAV
intro	0,880** (0,400)	0,905** (0,398)	0,153* (0,083)	0,201** (0,090)	0,004 (0,008)	0,003 (0,008)	-0,012 (0,009)	-0,012 (0,009)
cresc	0,377*** (0,114)	0,388*** (0,114)	-0,058** (0,027)	-0,042 (0,029)	0,004 (0,003)	0,005* (0,003)	0,008*** (0,003)	0,008** (0,003)
shakeout	1,251*** (0,244)	1,256*** (0,244)	-0,047 (0,049)	-0,014 (0,051)	0,003 (0,005)	0,003 (0,005)	0,001 (0,005)	0,000 (0,006)
declin	2,585*** (0,666)	2,621*** (0,664)	-0,035 (0,104)	0,026 (0,106)	-0,002 (0,013)	-0,002 (0,013)	0,009 (0,013)	0,010 (0,013)
Controles	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido
FRA	0,048 (0,145)	0,090 (0,143)	0,343*** (0,043)	0,241*** (0,045)	-0,024*** (0,005)	-0,019*** (0,005)	0,068*** (0,003)	0,068*** (0,003)
GER	1,734* (0,993)	1,759* (0,994)	-0,669*** (0,129)	-0,762*** (0,122)	-0,000 (0,002)	0,007*** (0,002)	0,055*** (0,017)	0,054*** (0,016)
ESC	1,999*** (0,691)	2,242*** (0,687)	1,253*** (0,225)	1,681*** (0,227)	-0,076* (0,044)	-0,075* (0,045)	0,069*** (0,013)	0,063*** (0,013)
constante	7,649*** (1,066)	7,547*** (0,999)	-0,984*** (0,244)	-2,321*** (0,230)	0,869*** (0,033)	0,927*** (0,025)	1,213*** (0,030)	1,199*** (0,026)
Obs.	5822	5822	5974	5974	6107	6107	5279	5279
R ² ajustado	0,049	0,049	0,173	0,074	0,023	0,008	0,085	0,077
F	10,788	19,607	38,068	39,044	2,266	4,001	52,220	57,207
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE ano	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente NUMBODMEET representa o número de reuniões anuais e BODAFFIL a média de participação dos membros em outros conselhos. A variável dependente AUDITBODCOM assume valor 1 quando há comitê de auditoria e 0 caso contrário. A variável dependente BODAV representa o percentual médio de participação dos membros do Conselho nas reuniões. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. A linha omitida Controles contém as variáveis de controle com a *proxy* do tamanho da empresa, do endividamento da empresa, do retorno sobre os ativos da empresa, da variável de complexidade da empresa e do Q de Tobin da empresa. FRA: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é francesa e 0 caso contrário. GER: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é germânica e 0 caso contrário. ESC: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é escandinava e 0 caso contrário.

APÊNDICE P

Resultado das regressões em painel para as variáveis CEOBOD, CHAIREXCEO, CEOCHAIRSEP e NOMCOMINDEP

	CEOBOD	CEOBOD	CHAIREXCEO	CHAIREXCEO	CEOCHAIRSEP	CEOCHAIRSEP	NOMCOMINDEP	NOMCOMINDEP
intro	-0,000 (0,019)	-0,002 (0,019)	0,079* (0,041)	0,068 (0,043)	0,092** (0,043)	0,094** (0,043)	0,025*** (0,009)	0,025*** (0,009)
cresc	-0,009 (0,007)	-0,010 (0,007)	-0,003 (0,014)	-0,006 (0,014)	-0,003 (0,014)	-0,006 (0,014)	0,002 (0,004)	0,002 (0,004)
shakeout	0,012 (0,012)	0,011 (0,012)	0,005 (0,024)	-0,001 (0,025)	-0,015 (0,025)	-0,016 (0,025)	-0,000 (0,006)	-0,000 (0,006)
declin	-0,018 (0,026)	-0,020 (0,026)	0,011 (0,053)	0,013 (0,055)	0,016 (0,058)	0,015 (0,058)	0,014 (0,012)	0,011 (0,012)
Controles	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido
FRA	-0,241*** (0,013)	-0,237*** (0,013)	-0,118*** (0,015)	-0,113*** (0,015)	-0,123*** (0,017)	-0,138*** (0,016)	-0,020*** (0,004)	-0,016*** (0,004)
GER	-0,673*** (0,102)	-0,671*** (0,102)	-0,310*** (0,016)	-0,371*** (0,012)	-0,390*** (0,061)	-0,391*** (0,060)	-0,034 (0,026)	-0,018 (0,026)
ESC	-0,182*** (0,067)	-0,200*** (0,068)	-0,037 (0,075)	-0,095 (0,075)	-0,254*** (0,078)	-0,279*** (0,076)	-0,132** (0,057)	-0,128** (0,057)
constante	0,836*** (0,059)	0,864*** (0,056)	-1,051*** (0,120)	-0,854*** (0,114)	-1,145*** (0,125)	-1,337*** (0,117)	0,557*** (0,038)	0,600*** (0,031)
Obs.	5983	5983	6107	6107	6107	6107	5566	5566
R ² ajustado	0,151	0,151	0,066	0,025	0,057	0,053	0,068	0,039
F	17,716	31,079	55,504	105,551	17,656	34,710	14,122	17,538
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE ano	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente CEOBOD assume valor 1 quando o CEO é membro do *board* e 0 caso contrário e CHAIREXCEO assume valor 1 quando o presidente do conselho já foi CEO e 0 caso contrário. A variável dependente CEOCHAIRSEP assume valor 1 quando o CEO foi simultaneamente presidente do *board* e 0 caso contrário e NOMCOMINDEP representa o percentual de membros não executivos no comitê de nomeação. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. A linha omitida Controles contém as variáveis de controle com a *proxy* do tamanho da empresa, do endividamento da empresa, do retorno sobre os ativos da empresa, da variável de complexidade da empresa e do Q de Tobin da empresa. FRA: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é francesa e 0 caso contrário. GER: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é germânica e 0 caso contrário. ESC: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é escandinava e 0 caso contrário.

APÊNDICE Q

Resultado das regressões em painel para as variáveis INDEP, NONEXBOD, STRINDEP e BODSIZE

	INDEP	INDEP	NONEXBOD	NONEXBOD	STRINDEP	STRINDEP	BODSIZE	BODSIZE
intro	-0,002 (0,016)	-0,002 (0,016)	0,027*** (0,010)	0,027*** (0,010)	0,009 (0,022)	-0,000 (0,023)	0,200 (0,209)	0,197 (0,208)
cresc	-0,003 (0,005)	-0,001 (0,005)	-0,006** (0,003)	-0,006* (0,003)	0,002 (0,007)	0,004 (0,007)	-0,270*** (0,075)	-0,278*** (0,075)
shakeout	-0,028*** (0,009)	-0,026*** (0,009)	-0,007 (0,006)	-0,007 (0,006)	-0,001 (0,012)	-0,005 (0,013)	0,002 (0,134)	-0,007 (0,134)
declin	0,003 (0,025)	0,004 (0,026)	0,002 (0,013)	0,001 (0,013)	0,019 (0,027)	0,022 (0,029)	-0,827*** (0,302)	-0,842*** (0,301)
Controles	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido	omitido
FRA	-0,286*** (0,007)	-0,276*** (0,007)	0,030*** (0,004)	0,034*** (0,004)	-0,095*** (0,012)	-0,066*** (0,012)	2,224*** (0,121)	2,184*** (0,121)
GER	-0,444*** (0,051)	-0,440*** (0,051)	0,146*** (0,016)	0,156*** (0,016)	-0,438*** (0,045)	-0,404*** (0,046)	1,381 (0,942)	1,414 (0,939)
ESC	-0,051 (0,046)	-0,037 (0,045)	0,115*** (0,014)	0,113*** (0,013)	-0,009 (0,051)	-0,003 (0,056)	0,644 (0,445)	0,521 (0,435)
constante	-0,254*** (0,050)	-0,059 (0,043)	0,102*** (0,032)	0,122*** (0,028)	-0,194*** (0,062)	0,160*** (0,060)	-14,490*** (0,640)	-14,951*** (0,586)
Obs.	5989	5989	5980	5980	4520	4520	6104	6104
R ² ajustado	0,314	0,295	0,180	0,169	0,142	0,023	0,347	0,347
F	75,300	150,742	47,098	92,063	22,877	15,495	105,132	231,569
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FE ano	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO

Notas: Erros-padrão estão em parênteses e clusterizados na firma. *, ** e *** representam a significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; FE representam os efeitos fixos.

A variável dependente INDEP representa o percentual de membros independentes no *board* e NONEXBOD representa o percentual de membros do conselho que não são executivos da empresa. A variável dependente STRINDEP representa o percentual de membros estritamente independentes do conselho e BODSIZE representa o número membros do *board*. Intro: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de introdução e 0 caso contrário. Cresc: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de crescimento e 0 caso contrário. Shakeout: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de *shake-out* e 0 caso contrário. Declin: *dummy* que assume valor 1 no estágio do ciclo de vida de declínio e 0 caso contrário. A linha omitida Controles contém as variáveis de controle com a *proxy* do tamanho da empresa, do endividamento da empresa, do retorno sobre os ativos da empresa, da variável de complexidade da empresa e do Q de Tobin da empresa. FRA: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é francesa e 0 caso contrário. GER: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é germânica e 0 caso contrário. ESC: *dummy* que assume valor 1 quando a origem do sistema legal do país é escandinava e 0 caso contrário.

APÊNDICE R

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema inglês

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	17267	22,046	1,379	15,428	25,393
END	17265	0,580	0,243	0,007	4,269
ROA	17267	0,064	0,152	-5,370	0,411
COMP	13295	0,220	0,160	0,001	0,881
QTOBIN	6041	2,163	17,439	-,197	729,148
NUMBODMEET	16824	8,315	3,881	0	75
BODAFFIL	16801	1,238	0,808	0	12,750
AUDITBODCOM	17272	0,990	0,098	0	1
BODAV	15503	0,844	0,112	0	1
CEOBOD	17064	0,977	0,150	0	1
CHAIREXCEO	17272	0,404	0,491	0	1
CEOCHAIRSEP	17272	0,520	0,500	0	1
NOMCOMINDEP	15945	0,948	0,120	0	1
INDEP	17079	0,728	0,175	0	1
NONEXBOD	17015	0,792	0,121	0	1
STRINDEP	14434	0,465	0,210	0	1
BODSIZE	17250	9,617	2,386	2	26

APÊNDICE S

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema francês

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	3006	22,878	1,284	18,587	25,618
END	3006	0,645	0,191	0,021	2,370
ROA	3006	0,075	0,072	-0,619	0,468
COMP	2802	0,239	0,138	0,005	0,792
QTOBIN	1293	1,853	21,657	-0,050	763,303
NUMBODMEET	2542	9,011	4,343	1	55
BODAFFIL	2761	1,763	1,694	0	17,111
AUDITBODCOM	3006	0,963	0,189	0	1
BODAV	1986	0,911	0,068	0,270	1
CEOBOD	2857	0,755	0,430	0	1
CHAIREXCEO	3006	0,260	0,439	0	1
CEOCHAIRSEP	3006	0,426	0,495	0	1
NOMCOMINDEP	2298	0,928	0,162	0	1
INDEP	2826	0,484	0,243	0	1
NONEXBOD	2836	0,847	0,138	0	1
STRINDEP	915	0,408	0,251	0	1
BODSIZE	2993	12,376	4,249	2	33

APÊNDICE T

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema germânico

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	1329	22,789	1,291	19,036	25,242
END	1329	0,626	0,179	0,051	1,517
ROA	1329	0,069	0,078	-0,752	0,347
COMP	1293	0,265	0,142	0,007	0,831
QTOBIN	31	2,859	6,833	-0,102	25,902
NUMBODMEET	1122	6,474	3,529	1	59
BODAFFIL	1237	1,037	1,019	0	10,500
AUDITBODCOM	1329	0,932	0,251	0	1
BODAV	507	0,866	0,177	0,500	1
CEOBOD	1082	0,052	0,222	0	1
CHAIREXCEO	1329	0,096	0,295	0	1
CEOCHAIRSEP	1329	0,103	0,304	0	1
NOMCOMINDEP	927	0,982	0,073	0	1
INDEP	1077	0,284	0,324	0	1
NONEXBOD	1260	0,981	0,061	0,429	1
STRINDEP	108	0,189	0,203	0	0,875
BODSIZE	1327	13,460	5,247	2	31

APÊNDICE U

Estatísticas descritivas das variáveis de controle e dependentes do sistema escandinavo

Variável	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
TAM	956	22,030	1,012	17,109	24,104
END	956	0,600	0,132	0,2185	1,104
ROA	956	0,091	0,075	-0,394	0,430
COMP	869	0,343	0,162	0,0155	0,878
QTOBIN	40	4,740	24,316	0,009	154,613
NUMBODMEET	934	11,082	4,214	4	46
BODAFFIL	899	1,838	1,181	0,143	6,571
AUDITBODCOM	956	0,866	0,341	0	1
BODAV	768	0,949	0,050	0,611	1
CEOBOD	949	0,517	0,500	0	1
CHAIREXCEO	956	0,159	0,366	0	1
CEOCHAIRSEP	956	0,161	0,368	0	1
NOMCOMINDEP	816	0,690	0,414	0	1
INDEP	808	0,658	0,240	0	1
NONEXBOD	854	0,879	0,113	0	1
STRINDEP	556	0,458	0,260	0	1
BODSIZE	953	9,351	2,691	3	22